

Eindadvies werkgroep Aqua

28 augustus 2019

Inhoudsopgave

1. Inleiding
2. Voortraject
3. Verzoek aan RvB PZEM
4. Randvoorwaarden second opinion
5. Aandachtspunten voor overdracht
6. Uitwerking scenario 7a
7. Bevindingen en conclusie werkgroep
8. Uitwerking certificeren van aandelen
9. Schematische weergave
10. Scenario 3: verkoop aandelen Evides
11. Eindadvies werkgroep
12. Vervolgstappen

Appendix:

1. Overzicht bijlagen

1. Inleiding

- De aandeelhouders van PZEM hebben de langgekoesterde wens de aandelen in Evides rechtstreeks te houden. 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 oktober 2018 is een werkgroep – bestaande uit vertegenwoordigers van de Provincie Zeeland, gemeente Goes, gemeente Borsele en PZEM ondersteund door Deloitte – gestart om de mogelijkheden van rechtstreeks aandeelhouderschap te onderzoeken. Ook Evides en haar aandeelhouders zijn gekend in en betrokken bij het onderzoek. Binnen de werkgroep zijn twee subwerkgroepen opgericht: een juridische en een financiële. Alle bevindingen zijn gebundeld in dit eindadvies.

2. Voortraject

- De werkgroep heeft eind 2018 negen scenario's gedefinieerd voor een mogelijke overdracht van aandelen Evides. Na beoordeling zijn om verschillende redenen een aantal scenario's afgevallen.
- De beoordeling van de scenario's is verwoord in de brief van GS van 29 januari 2019, getiteld: "Overdracht aandelen PZEM NV in Evides NV". Deze brief is als bijlage bijgevoegd.
- In opdracht van de Provincie Zeeland is door Emendo Capital BV een second opinion uitgevoerd die de bevindingen van de werkgroep bevestigt. De second opinion is eveneens als bijlage bijgevoegd.

3. Verzoek aan RvB PZEM

- In de aandeelhoudersvergadering van 29 mei 2019 is de Raad van Bestuur formeel verzocht om nader onderzoek te doen naar de mogelijkheid van een overdracht van het juridisch eigendom van het PZEM belang in Evides aan een tussenholding. Dit is weergegeven in de oplegnotitie van GS. Met uiteindelijk 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 3)” te worden betrokken.
- Daarnaast dient bij de uitwerking rekening te worden gehouden met de randvoorwaarden die zijn vastgelegd in de second opinion van Emendo Capital B.V.

4. Randvoorwaarden second opinion

De second opinion bevat de volgende randvoorwaarden:

- Betaling voor het juridisch eigendom door de PZEM aandeelhouders is economisch niet verdedigbaar vanwege het ontbreken van aanspraak op winstuitkering.
- Het hanteren van een transparant governance model, waarbij de invloed van PZEM voldoende duidelijk wordt vastgelegd.
- De afspraken over de overgang van het economisch eigendom dienen vooraf voldoende concreet te worden vastgelegd.
- Het creëren van de mogelijkheid dat de aandeelhouders op elk gewenst moment het economisch eigendom alsnog kunnen kopen (scenario 3).

5. Aandachtspunten voor overdracht

De werkgroep heeft in haar onderzoek de volgende punten meegenomen:

- Statuten en aandeelhoudersovereenkomst van Evides en PZEM
- Drinkwaterwet
- Risico op paulianeus en/of onrechtmatig handelen en bestuurdersaansprakelijkheid
- Rol van belanghebbenden, waaronder: GBE, Evides, ministerie I&W
- Uitlegbaarheid
- Uitvoerbaarheid
- Waardebepaling door een derde inclusief methodiek en parameters
- Financiële consequenties op de balans van aandeelhouders en PZEM
- Invloed op bedrijfsvoering en kredietwaardigheid PZEM
- Fiscale aspecten voor aandeelhouders en PZEM

6. Uitwerking scenario 7a

De werkgroep heeft vier mogelijke varianten onderzocht om te komen tot een splitsing van juridisch en economisch eigendom van de Evides aandelen:

1. Vestigen vruchtgebruik op de aandelen
2. Certificering van de aandelen via een B.V.
door het gebruik van een B.V. worden de bezwaren van de second opinion met betrekking tot een STAK weggenomen
3. Flex-BV met twee soorten aandelen:
 - aandelen met winstrecht
 - aandelen met stemrecht
4. Aandelen met tracking stock

7. Bevindingen en conclusie werkgroep (1/3)

De matrix met het toetsingskader, die als bijlage is bijgevoegd, bevat de volledige weergave van het toetsingskader en de weging van de varianten. In deze presentatie worden de belangrijkste bevindingen per variant en de conclusie van de werkgroep aangegeven.

Scenario 7a, variant 1: vestigen vruchtgebruik op de aandelen

- Deze variant is afgefallen en wordt niet verder uitgewerkt in deze presentatie. De belangrijkste reden hiervoor is de fiscale onduidelijkheid over het behouden van de deelnemingsvrijstelling. Dit levert een fiscaal risico op.
- In de notitie van de juridische werkgroep en de samenvatting van de vergadering met Nauta is dit verder toegelicht. Beide stukken zijn als bijlage bijgevoegd.

7. Bevindingen en conclusie werkgroep (2/3)

Scenario 7a, variant 2 en 3: certificering van de aandelen versus Flex-BV

Certificering en splitsing in soorten aandelen (Flex BV) liggen materieel gezien dicht tegen elkaar aan.

De belangrijkste verschillen zijn:

- Bij certificering zijn vergaderrechten voor PZEM uit te sluiten en bij Flex B.V. niet
- Bij certificering kunnen de (gecertificeerde) aandelen niet aan een derde partij worden overgedragen en bij Flex B.V. wel
- Certificering is een beproefd concept en Flex B.V. is relatief nieuw en onbekend
- Bij certificering fiscale duidelijkheid en behoud van deelnemingsvrijstelling wat bij Flex B.V. minder duidelijk is

7. Bevindingen en conclusie werkgroep (3/3)

Scenario 7a, variant 4: Aandelen met tracking stock

Variant vier blijkt geen mogelijkheid te zijn, omdat het juridisch eigendom niet “getrackt” kan worden. Hierdoor valt variant vier af.

Conclusie

Van de onderzochte varianten binnen het scenario 7A gaat de voorkeur van de werkgroep, gegeven de randvoorwaarden en de weging van de voor- en nadelen, uit naar:

-> **certificering van de aandelen via een B.V.**

8. Uitwerking certificering van aandelen (1/2)

- Er vindt een afsplitsing plaats van de aandelen PZEM in het kapitaal van Evides naar een door PZEM op te richten BV administratiekantoor. Zie schematische weergave vanaf pagina 15.
- Deze BV geeft vervolgens certificaten uit aan PZEM, waarna PZEM haar aandelen in de BV administratiekantoor om niet overdraagt aan de publieke aandeelhouders naar rato van hun deelname in PZEM. Hierdoor verkrijgen de publieke aandeelhouders de zeggenschap in de BV administratiekantoor. De BV administratiekantoor oefent op haar beurt haar aandeelhoudersrechten in de AV van Evides uit.
- De BV administratiekantoor heeft een doorstortingsplicht voor de dividenden die zij ontvangt uit Evides naar de certificaathouder (PZEM).
- Door PZEM worden de (winst)certificaten in de BV administratiekantoor gefaseerd overdragen aan de BV administratiekantoor middels dividenduitkering in natura. Hierdoor verkrijgt de BV (gefaseerd) ook het economisch eigendom in Evides. Zie financiële notitie certificering.
- Voor de tussentijds overgedragen certificaten komen de dividenden uit Evides ten goede aan de BV administratiekantoor.

8. Uitwerking certificering van aandelen (2/2)

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

Tussen PZEM en haar aandeelhouders dienen afspraken te worden vastgelegd over onder meer:

- 1) het respecteren en borgen huidig dividendbeleid van Evides
- 2) het dividendbeleid van PZEM, zie bijlage notitie uitgangspunten dividendbeleid
- 3) de toe te passen waarderingmethodiek bij de (gefaseerde) overdracht van de certificaten van PZEM aan de BV administratiekantoor

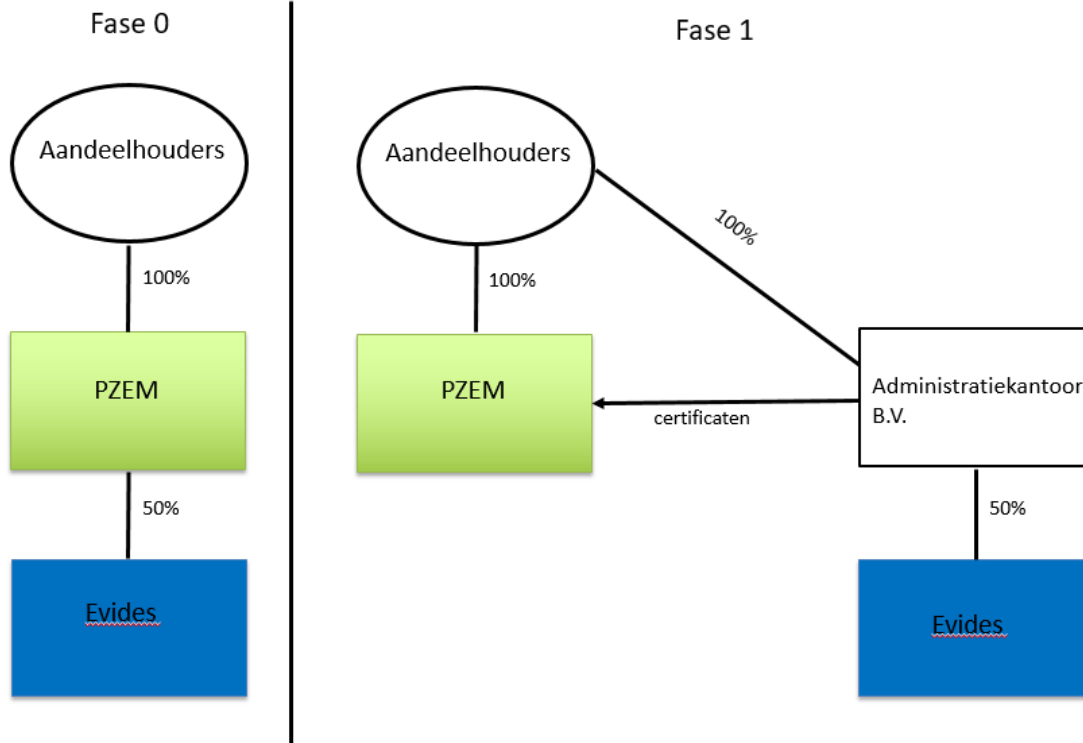
Op de volgende pagina's wordt de certificering van aandelen schematisch uitgewerkt.

9. Schematische weergave (1/4)

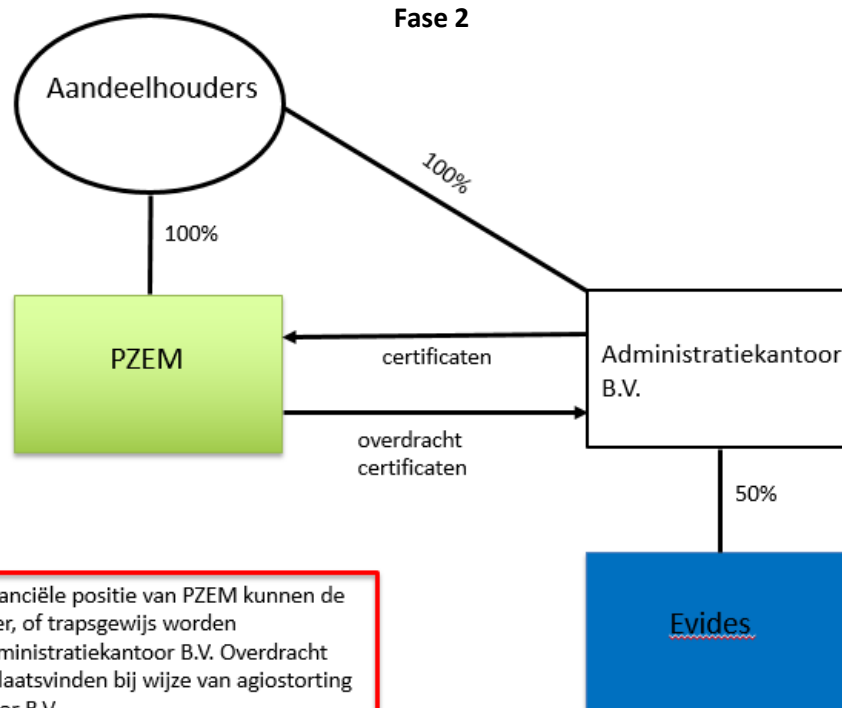
In de realisatie van de voorkeursvariant “certificering van aandelen” is een aantal fasen te onderscheiden:

- fase 0: de huidige situatie
- fase 1: splitsing van het juridisch- en economisch eigendom
- fase 2: overdracht economisch eigendom aan aandeelhouders
- fase 3: beoogde eindsituatie

9. Schematische weergave (2/4)

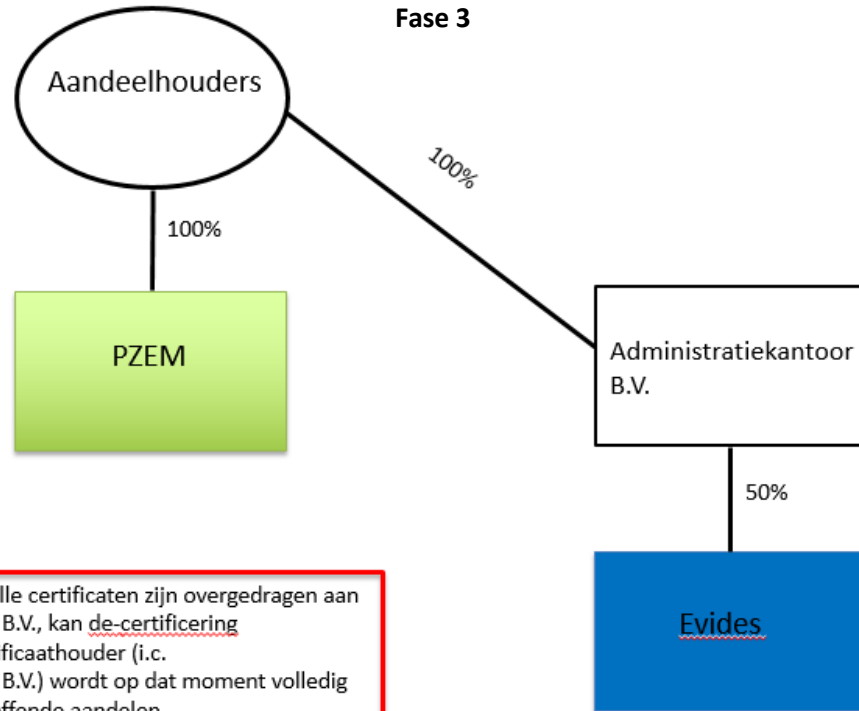


9. Schematische weergave (3/4)



Afhankelijk van de financiële positie van PZEM kunnen de certificaten in één keer, of trapsgewijs worden overgedragen aan Administratiekantoor B.V. Overdracht van certificaten kan plaatsvinden bij wijze van agiostorting in Administratiekantoor B.V.

9. Schematische weergave (4/4)



Op het moment dat alle certificaten zijn overgedragen aan Administratiekantoor B.V., kan de-certificering plaatsvinden. De certificaathouder (i.c. Administratiekantoor B.V.) wordt op dat moment volledig eigenaar van de betreffende aandelen.

10. 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. Zie hiervoor ook de bijlage notitie financiële gevolgen leningsvariant.

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.

Tot op heden is dit onvoordelig gebleken. De werkgroep wil opmerken 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.

11. Eindadvies werkgroep

- Scenario 7a: “certificering van de aandelen” lijkt beter passend binnen de gestelde uitgangspunten en belangen.
- Scenario 3 lijkt voor de aandeelhouders financieel vooralsnog minder aantrekkelijk.

-> De werkgroep adviseert 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.

12. Vervolgstappen

- De bevindingen van de werkgroep inzake de vraag

“kunnen de aandelen van Evides worden overgedragen aan de aandeelhouders van PZEM en zo ja, hoe?”

worden (informeel) besproken door RvB, RvC en de aandeelhouders PZEM

- Aan de hand van de uitkomsten van deze besprekingen kan de RvB in overleg met de RvC en OR een plan voorbereiden om te komen tot de overdracht van de aandelen.

Overzicht bijlagen

1. Brief van GS van 29 januari 2019
2. Matrix toetsingskader en weging varianten binnen scenario 7
3. Notitie juridische werkgroep
4. Besprekingsverslag NautaDutilh
5. Financiële notitie certificering aandelen Evides
6. Financiële notitie leningsvariant
7. Memo uitgangspunten dividendbeleid
8. Presentatie second opinion Emendo Capital
9. Advies EFK Belastingadviseurs

Gedeputeerde Staten**de voorzitter van Provinciale Staten
p.a. statengriffier****onderwerp**
Overdracht aandelen PZEM NV in Evides NV**kenmerk**
19002513**behandeld door**
drs. R.G.I. Verdurmen
+31 118 631879**verzonden**

Middelburg, 29 januari 2019

Geachte voorzitter,

Samenvatting

Al langere tijd wordt door de PZEM aandeelhouders toegewerkt naar de overdracht van de aandelen van PZEM NV in Evides NV naar de PZEM aandeelhouders. 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 een ambtelijke werkgroep gevormd, bestaande uit vertegenwoordigers van de Provincie Zeeland en de gemeentelijke aandeelhouders, ondersteund door Deloitte, die dit onderzoek uitvoert. Gedurende het traject heeft periodiek afstemming plaats gevonden met de aandeelhouderscommissie en zijn de portefeuillehouders van de aandeelhouders geïnformeerd. Middels een informatiebijeenkomst voor Raden en Staten van de aandeelhouders PZEM op 8 januari 2019 zijn uw Staten over de stand van zaken van de bevindingen van de werkgroep geïnformeerd.

De strekking van de voorliggende nota is in een gezamenlijk informeel overleg besproken met de Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen van PZEM, de AHC van PZEM, de AHC van GBE (de andere 50% aandeelhouder van Evides) en Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen van Evides. Uit dit overleg blijkt draagvlak onder de stakeholders om de geschetste indicatieve richting verder uit te werken. Wij stellen u dan ook voor om deze lijn verder te ontwikkelen en middels de voorliggende brief nu wensen en bedenkingen aan ons kenbaar te maken naar aanleiding van de uitkomst van het afgelopen proces.

De werkgroep heeft negen scenario's gedefinieerd voor een mogelijke overdracht van aandelen Evides. Na beoordeling blijkt dat om verschillende redenen een aantal scenario's afvallen. De werkgroep stelt voor scenario's 3A, 3B, 7A verder uit te werken.

Scenario 3 betreft 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 de optie 3A is sprake van externe financiering via een bank. In de optie 3B verzorgt PZEM de financiering. Ter indicatie de boekwaarde van de aandelen van PZEM in Evides bedraagt circa € 338 miljoen (bron: Jaarrekening PZEM 2017).

Scenario 7A betreft het splitsen van het juridisch en economisch eigendom. In deze variant worden de huidige aandeelhouders PZEM, middels de 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. In de optie 7A blijft PZEM economisch eigenaar en ontvanger van het dividend van Evides. Op het moment dat dit financieel opportuun is, kunnen de aandeelhouders in overleg treden met de Raad van Bestuur van PZEM inzake de overdracht van het economische eigendom naar de aandeelhouders.

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 een externe verstrekker van de lening (bank), hetgeen nadelig is voor de aandeelhouderswaarde. Zonder 100% borgstelling zal jaarlijks circa 2/3^e 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.

De voorkeur gaat om die reden uit naar scenario 7A: nu starten met een nader onderzoek naar (de haalbaarheid van) de overdracht van het juridisch eigendom en vervolgens wachten tot het moment dat "economische overdracht om niet" haalbaar wordt. Dit wordt opportuun op het moment dat PZEM zonder de dividenuitkering van Evides gedurende een verwachte aansluitende periode van minimaal drie jaar positieve kastromen genereert en een positief netto resultaat kan presenteren.

Wij zijn voornemens de Raad van Bestuur te verzoeken om nader onderzoek te doen naar de overdracht van het juridisch eigendom van het PZEM belang in Evides aan een tussenholding. Daarnaast zijn wij voornemens de Raad van Bestuur te verzoeken jaarlijks in het ondernemingsplan op te nemen wanneer zij verwachten dat overdracht van het volledig juridisch en economisch eigendom van Evides rekening houdend met de financiële positie van PZEM haalbaar zal zijn.

Wij stellen uw Staten in de gelegenheid wensen en bedenkingen aan ons kenbaar te maken over dit voorgenomen verzoek. Op basis hiervan zullen wij een definitief standpunt innemen.

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.

Nu PZEM, na de verkoop van verschillende onderdelen, over ruime liquide middelen beschikt, is het opportuun de mogelijkheden om de aandelen van PZEM in Evides in rechtstreeks overheidseigendom onder te brengen, te onderzoeken. Daarbij kan een onderscheid worden gemaakt in:

- i. Omhanging om niet aan de huidige aandeelhouders PZEM NV
- ii. Verkoop aan de huidige aandeelhouders PZEM NV
- iii. Verkoop aan een externe overheidspartij

De Raad van Bestuur van PZEM heeft in haar plan d.d. 9 mei 2018 aangegeven bereid te zijn mee te werken aan dit onderzoek. Door de aandeelhouderscommissie (AHC) en PZEM is een ambtelijke werkgroep gevormd die dit onderzoek uitvoert. Gedurende het traject heeft periodiek afstemming plaats gevonden met de aandeelhouderscommissie en zijn de portefeuillehouders van de aandeelhouders geïnformeerd. Middels een informatiebijeenkomst voor Raden en Staten van de aandeelhouders PZEM op 8 januari 2019 zijn uw Staten over de stand van zaken van de bevindingen van de werkgroep geïnformeerd.

In de voorliggende brief wordt u nader geïnformeerd over de uitkomst van het onderzoek van de werkgroep. Op basis hiervan zijn wij voornemens een verzoek bij de Raad van Bestuur neer te leggen. Wij stellen uw Staten in de gelegenheid wensen en bedenkingen aan ons kenbaar te maken over dit verzoek. Op basis hiervan zullen wij een definitief standpunt innemen.

Voorgeschiedenis

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:

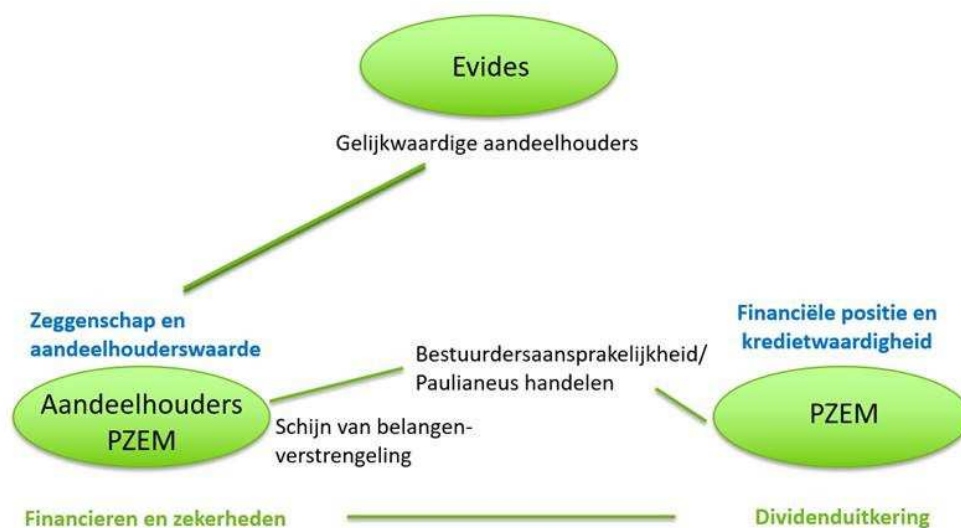
“Aandeelhouders wensen het belang in Evides separaat van de overige PZEM onderdelen in rechtstreekse overheidseigendom onder te brengen. Evides past qua profiel goed bij de PZEM aandeelhouders en idealiter zouden zij zelf rechtstreeks eigenaar worden van het 50% belang in Evides. Tegelijkertijd erkennen 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 RVC op hun wensen in relatie tot Evides bij de strategische mogelijkheden voor Wholesale en EPZ te betrekken”.

Bevindingen werkgroep

In oktober 2018 is een ambtelijke werkgroep, bestaande uit vertegenwoordigers van de Provincie Zeeland, gemeente Goes, gemeente Borsele en PZEM ondersteund door Deloitte, gestart om de mogelijkheden van rechtstreeks aandeelhouderschap van de aandelen PZEM in Evides te onderzoeken. Ook Evides zelf is gekend in / betrokken bij het onderzoek.

Verskillende belangen stakeholders

De aandeelhouders PZEM, PZEM en Evides hebben ten aanzien van een overdracht van de aandelen Evides vanuit hun eigen rol verschillende belangen/randvoorwaarden. Dit komt tot uitdrukking in de volgende figuur.



Belang Evides

Op dit moment is er sprake van een aandeelhouderschap van 50% PZEM en 50% GBE (gemeenschappelijk bezit Evides). Vanuit Evides bestaat de voorkeur om een gelijkwaardig zeggenschap van de aandeelhouders Evides (50/50%) te handhaven. Daarbij gaat de voorkeur uit naar gelijksoortige aandeelhouders en rechtstreeks publiek aandeelhouderschap. Evides heeft bij voorkeur aandeelhouders uit het verzorgingsgebied van Evides.

Belang aandeelhouders PZEM

Voor de aandeelhouders is het van belang dat het publiek belang geborgd blijft. Daarbij wordt gehecht aan het in stand houden van een gelijkwaardig zeggenschap van de aandeelhouders Evides (50/50%) en het behoud van aandeelhouderswaarde. De aandeelhouders streven naar een beperkt financieel risicoprofiel in hun activiteiten.

Belang PZEM NV

Voor PZEM zijn de bedrijfseconomische gevolgen en 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 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. Ter indicatie de boekwaarde van de aandelen van PZEM in Evides bedraagt circa € 338 miljoen (bron: Jaarrekening PZEM 2017).

Uitgangspunten bij beoordeling scenario's

Rekening houdend met de hiervoor geformuleerde belangen van de stakeholders, zijn vervolgens door de werkgroep de volgende uitgangspunten geformuleerd:

- *50% zeggenschap PZEM borgen*
De aandeelhouders van Evides bestaan op dit moment uit een aandeelhouderschap van 50% PZEM en 50% GBE (gemeenschappelijk bezit Evides). Het streven is om ook na de omhanging van de aandelen te komen tot een dergelijke gelijkwaardige verdeling van de zeggenschap. Dit kan bijvoorbeeld gerealiseerd worden door een aandeelhoudersovereenkomst of de oprichting van een tussenholding. Dit voorkomt dat één aandeelhouder van PZEM samen met GBE een beslissende stem heeft in de Algemene vergadering van Aandeelhouders van Evides.
- *Streven naar een transactie die geen significant effect heeft op de huidige balansverhouding van de aandeelhouders*
Daarbij wordt er vanuit gegaan dat de aandeelhouders van PZEM bij voorkeur geen lening aangaan dan wel garant willen staan ten behoeve van financiering van de transactie. Verder wordt er vanuit gegaan dat de aandeelhouders van PZEM bij een overdracht bij voorkeur het aandeel Evides niet rechtstreeks opnemen op hun balans. Dit zou leiden tot een forse toename van de provinciale of gemeentelijke balans en elke negatieve waardeverandering van Evides zou rechtstreeks invloed hebben op de financiële positie van de PZEM aandeelhouders. De aandeelhouders wensen niet meer financieel risico te lopen dan nu het geval.
- *Streven naar een voor PZEM bedrijfseconomisch verantwoorde overdracht*
In het geval van een overdracht van het aandeel PZEM in Evides dient een levensvatbaar PZEM achter te blijven. Op dit moment kan PZEM financieel gezien nog niet zonder de dividendstromen van Evides.
- *Er dient rekening gehouden te worden met de bestuurdersaansprakelijkheid van de huidige PZEM bestuurders*
De Evides aandelen vertegenwoordigen voor PZEM een bepaalde waarde. Overdracht hiervan zal op een juridische/fiscale en financiële juiste wijze moeten plaatsvinden. Paulianeus handelen dient voorkomen te worden. Vanuit het oogpunt van bestuurdersaansprakelijkheid mag een overdracht van Evides niet tot gevolg hebben dat PZEM haar crediteuren benadeelt.
- *Overdracht van de aandelen "om niet" of op een andere wijze dan tegen marktwaarde zal door PZEM als een dividenduitkering verwerkt moeten worden.*

Beoordeling scenario's

De werkgroep heeft negen scenario's gedefinieerd voor een mogelijke overdracht van aandelen Evides en is gestart met een eerste beoordeling daarvan vanuit verschillende invalshoeken. De beoordeling van de negen scenario's aan de voorgaande uitgangspunten is weergegeven in **bijlage 1**.

Uit deze beoordeling blijkt dat om verschillende redenen een aantal scenario's afvallen. De werkgroep stelt voor scenario's 3A, 3B, 7A verder uit te werken.

- *Scenario 3* betreft verkoop van Evides tegen marktwaarde aan een tussenholding. In de optie 3A is sprake van externe financiering via een bank. In de optie 3B verzorgt PZEM de financiering.
- *Scenario 7A* betreft het splitsen van het juridisch en economisch eigendom. In deze variant worden de huidige aandeelhouders PZEM, middels de 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. In de optie 7A blijft PZEM economisch eigenaar en ontvanger van het dividend van Evides. Op het moment dat dit financieel opportuun is, kunnen de aandeelhouders in overleg treden met de Raad van Bestuur van PZEM inzake de overdracht van het vruchtverbruik van PZEM naar de aandeelhouders.

Scenario 3

Scenario 3 betreft de verkoop van het aandeel van PZEM in Evides tegen marktwaarde aan een tussenholding.

Daarbij is er bij *variant 3A externe financiering via een bank*, een aantal aandachtspunten:

- De marktwaarde van het aandeel van PZEM in Evides dient te worden bepaald;
- De condities voor een lening middels een bank dienen te worden bepaald. Om de aandelen te verwerven maakt de tussenholding in de optie 3A gebruik van een externe financiering via een bank (bijvoorbeeld via de BNG bank). Hierbij dient er rekening mee te worden gehouden dat een geldverstrekker aanvullende zekerheden zal wensen door bijvoorbeeld een 100% borgstelling van de aandeelhouders of een pandrecht op de aandelen Evides in combinatie met een achtergestelde lening van een derde partij;
- De geldverstrekker (bank) heeft aangegeven bereid te zijn maximaal 2/3e deel van de lening te willen verstrekken.
- Zonder 100% borgstelling zal jaarlijks circa 2/3e deel van de ontvangen dividenden Evides aangewend moeten worden om de rentekosten van de lening te kunnen dekken, tot het moment de lening is afgelost;
- Afstemming is noodzakelijk met de andere 50% aandeelhouder van Evides (GBE) in verband met het mogelijke verstrekken van een pandrecht en het aanpassen van de statuten Evides;
- Vanuit een juridisch perspectief dient beoordeeld te worden hoe de tussenholding gestructureerd wordt.

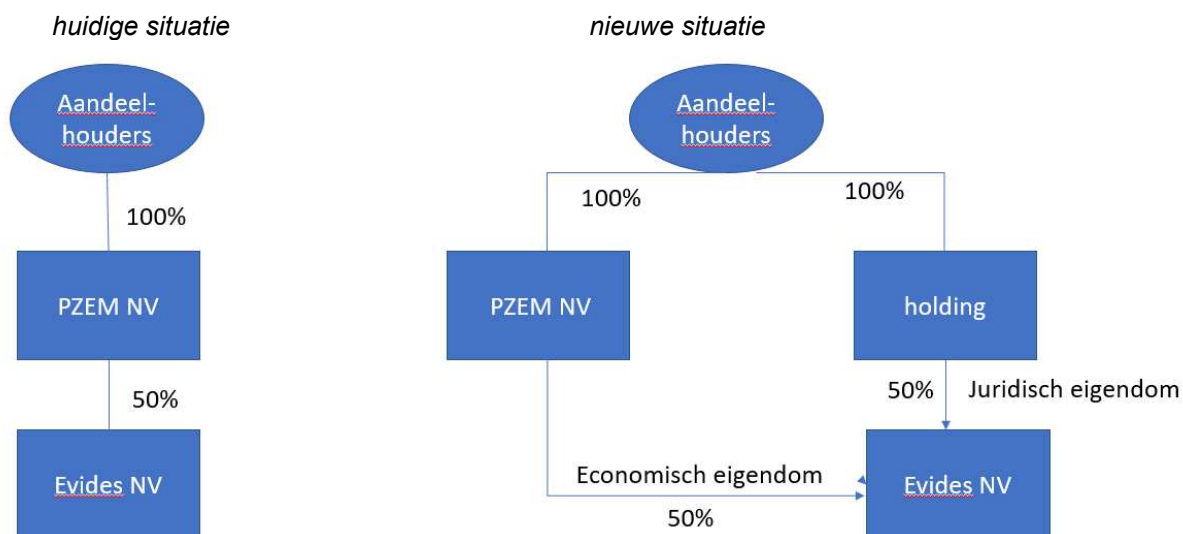
Bij de *variant 3B financiering via PZEM* zijn de volgende aandachtspunten van belang:

- De marktwaarde van het aandeel van PZEM in Evides dient te worden bepaald;
- De condities voor een door PZEM te verstrekken lening aan de tussenholding dienen te worden bepaald;
- Afstemming is noodzakelijk met GBE in verband met het aanpassen van de statuten Evides;
- Vanuit een juridisch perspectief dient beoordeeld te worden hoe de juridische holding gestructureerd wordt;
- De Raad van Bestuur van PZEM heeft aangegeven bereid te zijn maximaal 1/3e deel aan financiering te willen verstrekken met een looptijd van maximaal 10 à 15 jaar. Dit vanuit de gedachte dat de lening zakelijk en verkoopbaar moet zijn. Een aantal elementen speelt daarbij een rol, waaronder:
 - de rentebetalingen zijn afhankelijk van het dividendbeleid van Evides waar PZEM geen invloed op heeft;
 - de te verstrekken financiering dient aan te sluiten bij de statutaire doelomschrijving van PZEM.

Daarbij komt dat PZEM en de aandeelhouders aan elkaar verbonden blijven voor de duur van de financiering.

Scenario 7A

Scenario 7A betreft het splitsen van het juridisch en economisch eigendom hetgeen is weergegeven in de volgende figuur:



In deze variant worden de huidige aandeelhouders PZEM, middels de 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. In de optie 7A blijft PZEM economisch eigenaar en ontvanger van het dividend van Evides. Hiermee blijven de aandeelhouders 100% eigenaar van PZEM (excl. Evides). Daarnaast worden ze 100% eigenaar van de tussenholding, die weer 50% eigenaar is van Evides.

Periodiek zal worden getoetst of PZEM financieel in staat is het economische eigendom over te dragen aan de aandeelhouders. Dit wordt opportuun op het moment dat PZEM zonder de dividenduitkering van Evides gedurende een verwachte aansluitende periode van minimaal drie jaar positieve kastromen genereert en een positief netto resultaat kan presenteren. De aandeelhouders kunnen op dat moment in overleg treden met de Raad van Bestuur van PZEM inzake de overdracht van het economisch eigendom van PZEM naar de aandeelhouders

Bij scenario 7A zijn de volgende aandachtspunten van belang:

- De eventuele overdracht van het juridisch eigendom naar de PZEM aandeelhouders heeft tot gevolg dat er sprake is van een boekhoudkundige dividenduitkering. Dit omdat Evides inclusief het juridische eigendom voor PZEM een hogere waarde heeft dan alleen het economisch eigendom van Evides. De omvang van deze niet geldelijke (non cash) dividenduitkering betreft het verschil tussen de waarde van Evides inclusief het juridisch eigendom en de waarde van Evides zonder het juridisch eigendom (circa 10 a 20% van de marktwaarde);
- Onder welke voorwaarden kan PZEM kasstromen van Evides missen c.q. is PZEM financieel weer gezond?
- Hoe vindt verwerking plaats op de balans van PZEM en de tussenholding?
- De marktwaarde van Evides inclusief het juridisch eigendom en exclusief het juridisch eigendom dient bepaald te worden;
- De gevolgen van de dividenduitkering voor PZEM dienen in kaart te worden gebracht;
- Vanuit een juridisch perspectief dient beoordeeld te worden hoe de juridische tussenholding gestructureerd wordt (de juridische vormgeving van de transactie/splitsing);
- Vanuit een juridisch perspectief dient beoordeeld te worden wat het risico is op bestuurdersaansprakelijkheid en paulianeus handelen (onrechtmatig benadelen van schuldeisers);
- Er zal een aandeelhoudersovereenkomst moeten worden overeengekomen waarin de directe aandeelhouder toezegt te zullen streven naar dividendmaximalisatie binnen het wettelijk toegestane drinkwaterreguleringskader.

Overweging

Uit de bevindingen van de ambtelijke werkgroep blijkt dat er inzake de overdracht van het aandeel van PZEM in Evides, rekening houdend met de belangen van de stakeholders, een tweetal scenario's nader onderzocht zouden kunnen worden. In beide scenario's wordt een tussenholding opgericht waarbij de huidige aandeelhouders PZEM de mogelijkheid hebben aandeelhouder van deze nieuwe verbonden partij te worden.

Bij de beoordeling of één van beide scenario's wenselijk is, geldt als kader 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 2017)						
	drinkwater		industriewater		totaal	
	bedrag (* 1 mln.euro)	procentueel	bedrag (* 1 mln.euro)	procentueel	bedrag (* 1 mln.euro)	procentueel
netto-omzet	192,9	65%	104,3	35%	297,2	100%
netto resultaat	26,6	56%	20,7	44%	47,3	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.

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.

Ten aanzien van het scenario 3A "verkoop van het aandeel van PZEM in Evides tegen marktwaarde aan een tussenholding waarbij financiering plaats vindt door een bank" zal een garantstelling of een achtergestelde lening aan de aandeelhouders danwel PZEM worden gevraagd, hetgeen risico's met zich meebrengt. Daarnaast zal de dividendopbrengst van Evides de komende jaren door de tussenholding ingezet worden om de rente en aflossing van de financiering te kunnen voldoen. Dit betekent dat er de komende jaren geen vrij besteedbaar dividend Evides voor de aandeelhouders van de tussenholding zal zijn.

In scenario 7A, het splitsen van het juridisch- en economisch eigendom van het aandeel van PZEM in Evides dienen de aandeelhouders niet garant te staan maar blijft het dividend van Evides vooralsnog bij PZEM. Ook in dit scenario zal er de komende jaren geen vrij besteedbaar dividend Evides voor de aandeelhouders van de tussenholding zijn.

Conclusie

De aandeelhouders PZEM hebben de mogelijkheid hun voorkeursscenario richting de Raad van Bestuur kenbaar te maken en de Raad van Bestuur van PZEM te verzoeken hier uitvoering aan te geven. Een scenario is Evides veilig te stellen van de commerciële onderdelen van PZEM door Evides te kopen tegen de marktwaarde via een tussenholding middels een aan te trekken lening (scenario 3). Een andere mogelijkheid is te wachten tot het moment dat “economische overdracht om niet” haalbaar wordt en nu te starten met een nader onderzoek naar de overdracht van het juridisch eigendom van het PZEM-belang in Evides naar de tussenholding. De eindsituatie van dit scenario is daarbij afhankelijk van de ontwikkeling van de financiële positie van PZEM (scenario 7A).

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 circa 2/3e 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.

Dit leidt er toe dat op basis van het voorgaande de voorkeur uitgaat naar scenario 7A: nu starten met een nader onderzoek naar (de haalbaarheid van) de overdracht van het juridisch eigendom en vervolgens wachten tot het moment dat “economische overdracht om niet” haalbaar wordt. Dit wordt opportuun op het moment dat PZEM zonder de dividenuitkering van Evides gedurende een verwachte aansluitende periode van minimaal drie jaar positieve kastromen genereert en een positief netto resultaat kan presenteren.

Daarbij wordt opgemerkt dat ook op het moment dat een overdracht plaats vindt van het juridisch eigendom naar de PZEM aandeelhouders, sprake is van een boekhoudkundige dividenuitkering. Dit omdat Evides inclusief het juridisch eigendom voor PZEM een hogere waarde heeft dan alleen het economisch eigendom van Evides. Het verschil tussen de waarde van Evides inclusief het juridisch eigendom en de waarde van Evides zonder het juridisch eigendom zal PZEM op haar balans ten laste van het Eigen Vermogen moeten afboeken. Dit heeft echter geen gevolgen voor haar kasstromen en liquiditeitspositie.

Deze optie vraagt gelet op de afboeking wel nader juridisch onderzoek naar het risico van crediteurenbenadeling (paulianus handelen). Het uiteindelijke doel is overdracht van zowel het juridische als het economisch eigendom “om niet” aan een tussenholding waarbij de huidige aandeelhouders PZEM de mogelijkheid hebben aandeelhouder van deze nieuwe verbonden partij te worden.

Op het moment dat de volledige overdracht van het PZEM belang in Evides via de tussenholding aan de aandeelhouders PZEM is gerealiseerd, is het wettelijke publieke belang van drinkwatervoorziening geborgd en ontvangen de aandeelhouders op basis van de huidige ramingen een relatief stabiel dividend.

Wij zijn voornemens de Raad van Bestuur te verzoeken om nader onderzoek te doen naar de overdracht van het juridisch eigendom van het PZEM belang in Evides aan een tussenholding. Daarnaast zijn wij voornemens de Raad van Bestuur te verzoeken jaarlijks in het ondernemingsplan op te nemen wanneer zij verwacht dat de volledige overdracht van (juridisch en economisch eigendom van) Evides rekening houdend met de financiële positie van PZEM haalbaar zal zijn.

Wij stellen uw Staten in de gelegenheid wensen en bedenkingen aan ons kenbaar te maken over dit voorgenomen verzoek. Op basis hiervan zullen wij een definitief standpunt innemen.

Overige aandachtspunten

De strekking van de voorliggende nota is in een gezamenlijk informeel overleg besproken met de Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen van PZEM, de AHC van PZEM, de AHC van GBE (de andere 50% aandeelhouder van Evides) en Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen van Evides. Uit dit overleg blijkt draagvlak onder de stakeholders om de geschetste indicatieve richting verder uit te werken.

De uitwerking van het spoor van Evides loopt parallel aan de twee sporen om tot een oplossing te komen voor de onderdelen Wholesale en EPZ. In de informatiebijeenkomst voor Raden en Staten van de aandeelhouders PZEM op 8 januari 2019 bent u over de stand van zaken met betrekking tot deze twee onderdelen geïnformeerd.

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.

Onderwerp: Advies van de juridische werkgroep Aqua inzake tijdelijke splitsing van het juridisch en economisch eigendom van de aandelen die PZEM houdt in Evides (scenario 7a)

Datum: 27 augustus 2019

Aan: werkgroep Aqua

Van: Alice Brassier (PZEM), Corien Teeuwisse-Roohé (PZEM), Bas van de Weijgert (PZEM), Nicole Jansen-Geerinckx (gemeente Terneuzen), Wilco Boogaard (provincie Zeeland)

Bijlagen: Besprekingsverslag NautaDutilh
Advies EFK Belastingadviseurs

Inleiding

De aandeelhouders van PZEM hebben de lang gekoesterde wens om (via een tussenholding) rechtstreeks aandeelhouder te worden in Evides. Daarom is in oktober 2018 een (ambtelijke) werkgroep “Aqua” gevormd waarin vertegenwoordigers zitten van de publieke aandeelhouders en van PZEM. De werkgroep heeft 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 7A (tijdelijke splitsing juridisch en economisch eigendom van de aandelen van PZEM in Evides) nader te onderzoeken.

Het advies van de werkgroep is bestuurlijk overgenomen. In de AV PZEM op 29 mei 2019 is de Raad van Bestuur verzocht om scenario 7A nader te onderzoeken en hierbij ook scenario 3 (verkoop van de aandelen PZEM in Evides tegen de marktwaarde aan een tussenholding) te betrekken.

Voor het nadere onderzoek van scenario 7A is een juridische werkgroep geformeerd met daarin vertegenwoordigers van PZEM en van de aandeelhouders. Deze notitie bevat de bevindingen en het eindadvies van de juridische werkgroep.

Scenario 7A: 4 varianten

De juridische 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;
- 4) Aandelen met tracking stock.

Na kennisname van ingewonnen juridisch advies [zie bijlage 1] en fiscaal advies [zie bijlage 2] zijn de varianten 1 en 4 afgefallen.

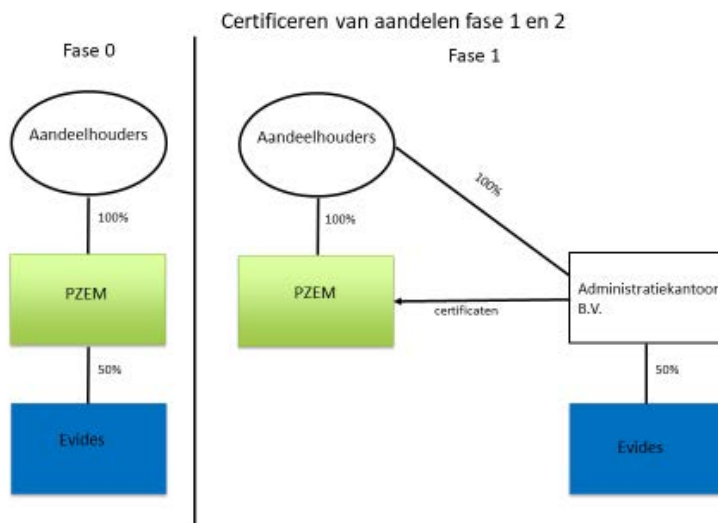
Bij variant 1 bestaat er fiscale onduidelijkheid over de vraag of de vruchtgebruiker nog langer gebruik kan blijven maken van de zogenoemde deelnemingsvrijstelling in de vennootschapsbelasting. Er is geen recente richtinggevende jurisprudentie en in de literatuur worden tegengestelde standpunten ingenomen.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

gevallen niet toegepast om de beoogde constructie, te weten het splitsen van het juridisch en economisch eigendom van aandelen¹, te bewerkstelligen.

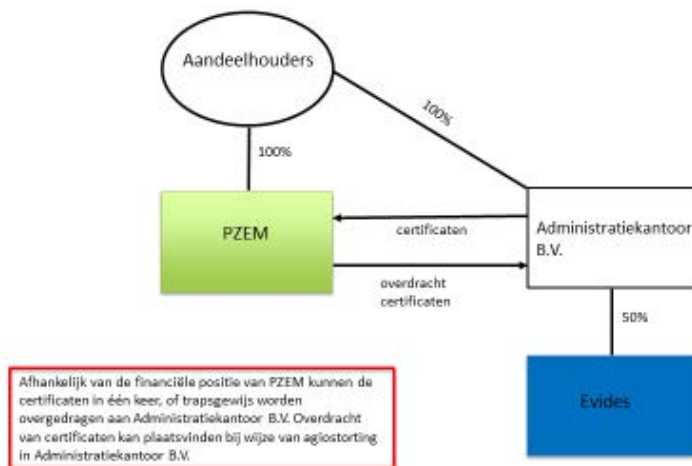
Variante 4 blijkt geen mogelijkheid te zijn om het juridisch en economisch eigendom te splitsen. Het economisch eigendom kan weliswaar getracteerd worden, maar het juridisch eigendom (stemrecht/zeggenschap) niet. Om deze reden valt variante 4 af.

Na het afvallen van de varianten 1 en 4 heeft de werkgroep de varianten 2 en 3 verder uitgewerkt en vergeleken.

Variante 2: certificering



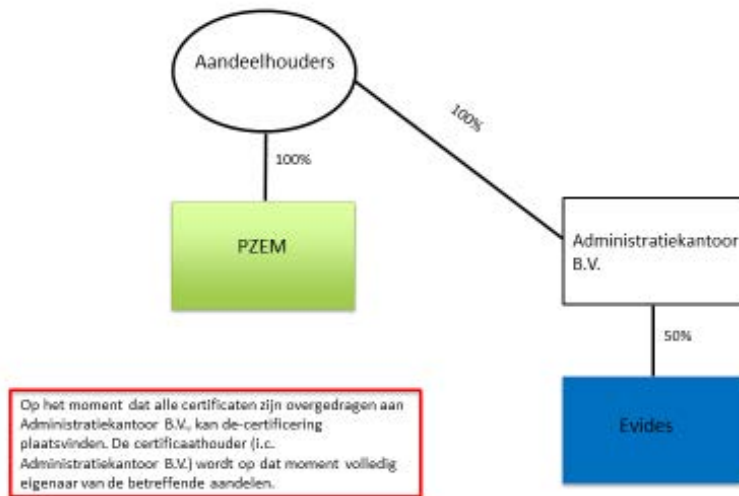
Certificeren van aandelen fase 2



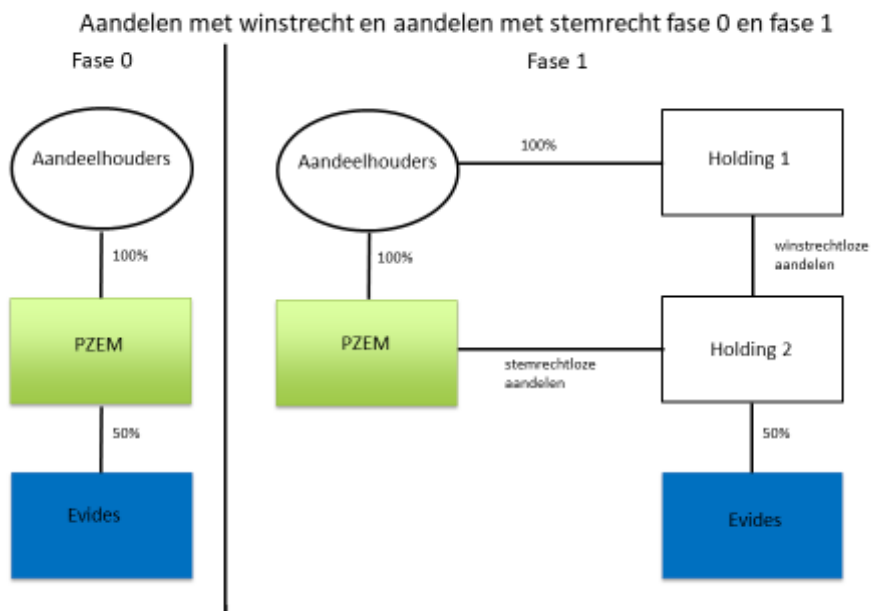
In een voetnoot op pagina 6 wordt het begrip agio en agiostorting uitgelegd. Zie ook de financiële notitie certificering punt 4.2

¹ Vruchtgebruik constructies worden met name gebruikt bij financiële planning van familiekapitaal (schenken en erven)

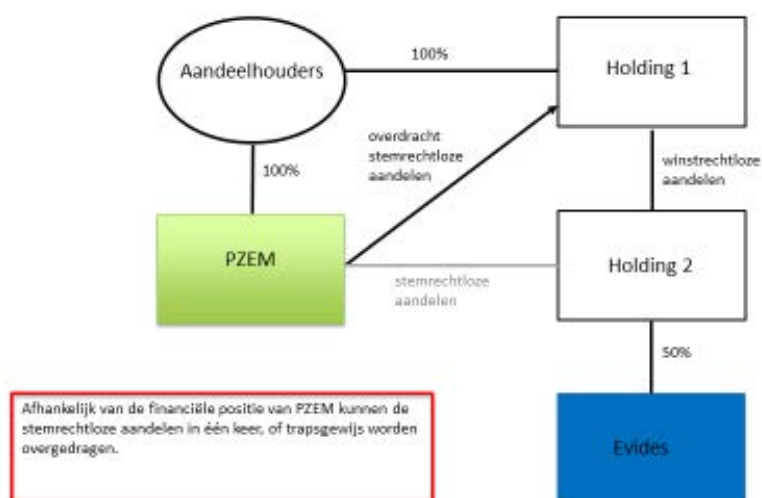
Certificeren van aandelen fase 3



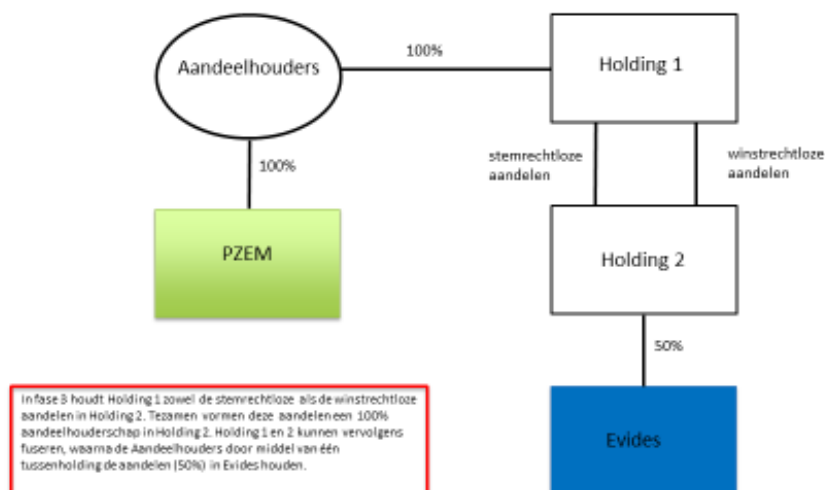
Variante 3: twee soorten aandelen (flex-bv)



Aandelen met winstrecht en aandelen met stemrecht fase 2



Aandelen met winstrecht en aandelen met stemrecht fase 3



Belangrijkste verschillen variant 2 en 3

Variante 2 (Certificering) en variante 3 (Flex-bv: soorten aandelen) liggen materieel gezien dicht tegen elkaar aan. Hierna behandelen wij de belangrijkste verschillen:

- 1) Een eerste verschil betreft het vergaderrecht van de houder van winstrecht aandelen. PZEM moet als houder van winstrecht aandelen in principe altijd opgeroepen worden voor de AV van de tussenholding. Dit betekent tevens dat PZEM recht heeft op toegang tot de AV en daar het woord mag voeren. 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.

- 2) Een tweede verschil is dat bij certificering de tussenholding (BV administratiekantoor) de (gecertificeerde) aandelen 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 een vervreemdingsverbod weliswaar ook bereikt worden, maar dat vergt extra afspraken tussen PZEM en de tussenholding.
- 3) 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).
- 4) Tot slot is een verschil dat de fiscale aspecten bij certificering zijn uitgekristalliseerd (duidelijkheid!) terwijl dit bij soorten aandelen veel minder het geval is.

Advies

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 te voeren dividendbeleid ten aanzien van Evides;
- Het dividendbeleid van PZEM;
- De toe te passen waarderingmethodiek bij de (gefaseerde) overdracht van de certificaten van PZEM aan de BV administratiekantoor;
- Informeel overleg tussen de BV administratiekantoor en PZEM voorafgaand aan de AV van Evides.

Uitwerking

De uitwerking c.q. implementatie van de certificering kan vorm gegeven worden door

1. PZEM richt een nieuwe BV administratiekantoor op onder inbreng van aandelen Evides
2. Vervolgens geeft deze BV certificaten uit aan PZEM,
3. waarna door middel van afsplitsing PZEM (de juridische eigendom) van de 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 AV van Evides uitoefent. Met andere woorden de aandeelhouders hebben de juridische eigendom verkregen en PZEM behoudt de economische eigendom.

De BV administratiekantoor heeft ten aanzien van de dividenden die zij ontvangt uit Evides een doorstortingsverplichting aan de certificaathouder (PZEM). Uiteindelijk is het de bedoeling dat ook de economische eigendom wordt overgedragen aan de aandeelhouders.

Dit kan worden bewerkstelligd doordat PZEM certificaten overdraagt aan de BV administratiekantoor middels een dividenduitkering in de natura. De certificaten kunnen - wanneer PZEM de certificaten

bij wijze van dividenduitkering in natura wenst over te dragen - rechtstreeks in het agio² van Administratiekantoor B.V. worden gestort. Hiervoor is een besluit van de AV PZEM nodig. De werkgroep adviseert om in het dividendbeleid van PZEM vast te leggen dat zodra PZEM over kan gaan tot de uitkering van dividenden, deze dividenduitkeringen in natura zullen plaatsvinden totdat alle certificaten in Evides zijn overgedragen. In de loop van de tijd worden er steeds minder dividenden doorgestort omdat PZEM haar certificaten gefaseerd overdraagt aan de BV administratiekantoor. De doorstortingsverplichting bestaat alleen voor de certificaten die PZEM nog in haar bezit heeft. Ook de BV Administratiekantoor zal in haar dividendbeleid moeten vastleggen hoe zij om wenst te gaan met de dividenden die in BV Administratiekantoor achterblijven.

Op het moment dat alle certificaten zijn overgedragen, kan de BV administratiekantoor overgaan tot decertificering, waarna de situatie ontstaat dat de aandeelhouders zowel juridisch als economisch eigenaar zijn van het 50% belang in Evides.

Aandachtspunt

Een aandachtspunt is dat in de statuten van Evides een blokkeringsregeling is opgenomen die erop neerkomt dat PZEM haar belang in Evides eerst moet aanbieden aan de andere aandeelhouder (zijnde GBE) TENZIJ

zie art. 13 lid 1 sub iii statuten Evides:

‘(iii) sprake is van een overdracht door PZEM van aandelen aan een directe publieke aandeelhouder in het kapitaal van PZEM, mits die directe aandeelhouder reeds op één december tweeduizend achttien aandeelhouder was van PZEM en mits die directe aandeelhouder voldoet aan de kwaliteitseis als bedoeld in artikel 5.1 op het moment van verkrijging.’

De BV administratiekantoor of de ‘gewone’ tussenholding voldoet strikt genomen niet aan deze clausule omdat de verkrijgende BV niet is ‘een directe publieke aandeelhouder in het kapitaal van PZEM’. Het is wel zo dat alle aandelen in de BV administratiekantoor c.q. de tussenholding gehouden worden door directe publieke aandeelhouders in het kapitaal van PZEM. Bovendien bevat art. 13 lid 1 sub i van de statuten van Evides de mogelijkheid dat GBE schriftelijk toestemming verleent tot de overdracht.

² Agio is een reserve die onderdeel uitmaakt van het eigen vermogen van een vennootschap. Het is de waarde die door aandeelhouders bovenop de nominale waarde van de aandelen is gestort. De waarde die aan deze certificaten wordt toegekend wordt als informele kapitaalstorting verwerkt bij Administratiekantoor B.V., zodat de waarde van de certificaten in de balans wordt verwerkt met daartegenover een agio (informele kapitaalstorting).

Samenvatting telefonische call met medewerkers van NautaDutilh (ND)

Datum:

5 juni 2019

Tijdstip:

14:00u tot ca. 15:15u.

Onderwerp:

bespreken/doornemen van een viertal door de juridische werkgroep in kaart gebracht subvarianten van de hoofdvariant 7A (tijdelijke splitsing juridisch/economisch eigendom van de aandelen die PZEM houdt in Evides).

Deelnemers:

- Lisa Schoenmakers (ND)
- Dido Wolvius (ND)
- Robert van Galen (ND)
- Marianne de Waard - Preller (ND)
- Alice Brassier (PZEM)
- Corien Teeuwisse-Roohé (PZEM)
- Bas van de Weijger (PZEM)
- Nicole Jansen-Geerinckx (gemeente Terneuzen)
- Richard Wiskerke (Provincie Zeeland)
- Wilco Boogaard (Provincie Zeeland)

-
1. Schetsen casus. De publieke aandeelhouders van PZEM willen 'rechtstreeks' (via tussenholding) deelnemen in Evides. Dit betreft het 50%-belang in Evides dat thans in handen is van PZEM.
 2. Een werkgroep (met daarin vertegenwoordigers van PZEM en van de aandeelhouders van PZEM) heeft 9 scenario's in kaart gebracht, waarvan op dit moment nog 2 scenario's over zijn. Dit betreft scenario 3 (koop van de PZEM-aandelen in Evides door de tussenholding) en scenario 7 (splitsing juridisch en economisch eigendom van de PZEM-aandelen in Evides, waarna de tussenholding het juridisch eigendom 'om niet' verkrijgt en PZEM het economisch eigendom op termijn om niet overdraagt aan de tussenholding).
 3. Een juridische werkgroep heeft voor de uitwerking van scenario 7 een viertal constructies in kaart gebracht, te weten 1) vestigen vruchtgebruik op aandelen, 2) certificering van aandelen, 3) twee soorten aandelen creëren, en 4) aandelen met tracking stock. De juridische werkgroep heeft deze constructies op hoofdlijnen uitgewerkt, maar bij de detaillering loopt zij tegen een aantal juridische vragen aan waarvoor zijzelf niet de benodigde expertise in huis heeft. Het doel van de call is om de 4 in kaart gebrachte constructies door te nemen en advies en eventuele aandachtspunten op te halen zodat de juridische werkgroep de constructies verder kan uitwerken.

Algemene opmerkingen door ND:

- Indien overdracht 'om niet' dan risico op paulianus handelen;
- Waardeverlies bij PZEM moet vergoed worden om dit risico af te dekken;
- Accountant moet waardesprong/verlies als gevolg van de transactie bepalen;
- Vraag is of economisch eigendom minder waard is dan volle eigendom;
- Bij certificering is de waardesprong/verlies waarschijnlijk kleiner, in dat geval is risico ook kleiner. Ook voor certificering zal een accountant moeten beoordelen of er een waardesprong is (certificaten t.o.v. aandelen);
- Men ziet geen andere/betere constructies dan de constructies die de juridische werkgroep in kaart heeft gebracht.

Vruchtgebruik:

- a. Prijs/waarde bloot eigendom;
- b. Vruchtgebruik eindigt van rechtswege na 30 jaar;
- c. Notariële akte;
- d. Aanvullende afspraken contractueel;
- e. 'Exotische' figuur in de onderhavige casus/situatie;
- f. Fiscaal aspect;
- g. In fase 2 vruchtgebruik in één keer of gefaseerd beëindigen;
- h. Dividuitkering normaal gesproken in cash, maar kan in natura als contractueel vastgelegd. Aandachtspunt: vooraf afspreken met de aandeelhouders;
- i. Vruchtgebruik eindigt van rechtswege na 30 jaar, maar kan je weer opnieuw vestigen. Eerder beëindigen kan ook;
- j. In geval van faillissement PZEM kan de curator het vruchtgebruik verkopen aan een derde partij. De curator kan het niet beëindigen. Inhoud akte is bepalend (=goederenrechtelijke werking).

Certificering:

- a. Certificering is een gebruikelijke tool voor dit doel;
- b. In plaats van een Stichting administratiekantoor kan ook gekozen worden voor een BV administratiekantoor;
- c. Het administratiekantoor verkrijgt de zeggenschap/stemrecht in Evides;
- d. Het administratiekantoor geeft 'in ruil' voor de ontvangst van de aandelen, certificaten uit aan PZEM. Op grond van de certificaten heeft PZEM recht op de dividenden die het administratiekantoor ontvangt op haar aandelen in Evides;
- e. Voordeel certificering: niet beperkt in de tijd (in tegenstelling tot vruchtgebruik);
- f. PZEM draagt haar certificaten op termijn al dan niet gefaseerd over aan de BV administratiekantoor. De certificaten kunnen rechtstreeks in het agio van de BV administratiekantoor worden gestort;
- g. Dividuitkering normaal gesproken in cash, maar kan in natura. Contractueel vastleggen of in dividendbeleid PZEM;
- h. Zodra de BV administratiekantoor in bezit is van de certificaten (naast de juridische gerechtigdheid van de aandelen) kan zij overgaan tot decertificering;
- i. Bij certificering minder snel risico op paulianus handelen;
- j. Waardeoverdracht? Waarde aandelen, waarde certificaten;
- k. De administratievoorwaarden (contractueel) reguleren de verhouding tussen BV administratiekantoor (als de aandeelhouder) en de certificaathouder;

- I. In geval van faillissement PZEM kan de curator de certificaten verkopen aan een derde partij. De curator kan het niet beëindigen. Positie certificaathouder is idem aan positie vruchtgebruiker.

Flex-bv/soorten aandelen:

- a. Een tussenholding die twee soorten aandelen uitgeeft: winstrecht-aandelen aan PZEM en stemrecht-aandelen aan de publieke aandeelhouders;
- b. PZEM draagt haar winstrecht-aandelen op termijn al dan niet gefaseerd over aan de publieke aandeelhouders;
- c. Deze constructie is een mogelijkheid. De flex-bv is sinds 2012 mogelijk;
- d. Verschil met certificering is dat de houder van stemrechtloze aandelen wettelijke vergaderrechten (AvA) heeft en een houder van certificaten zonder vergaderrechten niet;
- e. In geval van faillissement PZEM kan de curator de stemrechtloze aandelen verkopen aan een derde partij, maar is daarbij wel beperkt door de kwaliteitseis (publieke partij) en blokkeringsregeling zoals op te nemen in de statuten van de tussenholding.

Tracking stock:

- a. Is i.c. niet mogelijk. Economisch eigendom kan je tracken, maar zeggenschap/stemrecht niet.

Afsluitende opmerkingen door ND:

- a. Voor alle constructies geldt: afspraak maken omtrent dividendbeleid Evides;
- b. Voor de constructies vruchtgebruik en flex-bv geldt: afspraak maken omtrent het niet kunnen/mogen vervreemden door de tussenholding van haar aandelen in Evides. Bij certificering is dit niet nodig, omdat een administratiekantoor de aandelen die zij houdt ('ten titel van beheer') in beginsel sowieso niet mag vervreemden;
- c. Omdat tracking stock niet mogelijk is, blijven er 3 constructies over. ND ziet geen andere constructies die een mogelijkheid zouden kunnen zijn in scenario 7 (tijdelijke splitsing juridisch/economisch eigendom). ND herhaalt nogmaals dat certificering de gebruikelijke tool is om een (tijdelijke) splitsing van het juridisch en economisch eigendom te bewerkstelligen.

WERKGROEP AQUA

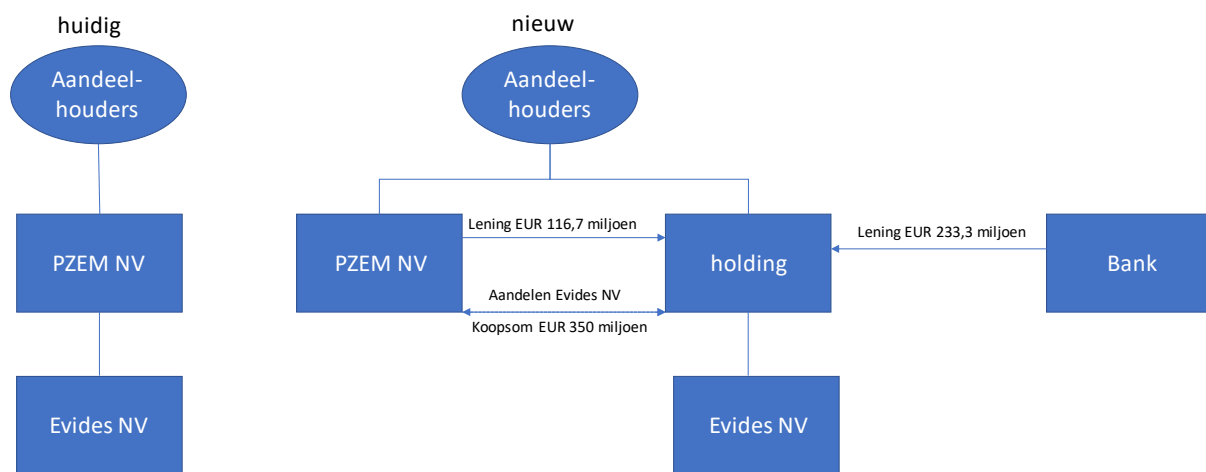
NOTITIE FINANCIËLE GEVOLGEN LENINGOPTIE

1) Inleiding

In het kader van de wens van de aandeelhouders om de zeggenschap/eigendom van de aandelen Evides N.V. rechtstreeks te verkrijgen en dus niet langer in de risico-sfeer van PZEM is een optie om Evides te verkopen aan een holding en de verkoopprijs te financieren door PZEM/een bank:

- Verkoop van de aandelen Evides door PZEM aan een nieuwe holding tegen de marktwaarde
- Financiering door een derde (bank) van het te betalen bedrag door de holding voor 2/3^e deel van de koopsom;
- Financiering door PZEM van het restant van de koopsom (1/3^e deel).

In schemavorm leidt dit tot de volgende vergelijking tussen de huidige en de nieuwe structuur.



In deze notitie worden de financiële gevolgen van de nieuwe structuur in vergelijking met de huidige structuur in kaart gebracht.

2) Uitgangspunten financiële gevolgen nieuwe structuur

Om de financiële gevolgen te berekenen van de nieuwe ten opzichte van de huidige structuur is het van belang om de uitgangspunten vast te leggen die bij de financiële berekeningen zijn gehanteerd.

- Voorlopige inschatting marktwaarde van Evides EUR 350 miljoen (gelijk aan verkoopprijs); deze marktwaarde verandert de komende jaren niet of nauwelijks
- Inschatting dividend Evides op EUR 15 miljoen per jaar; eenvoudshalve wordt gesteld dat resultaat Evides gelijk is aan uit te keren dividend;
- Bedrag aan dividend wordt volledig gebruikt voor rente en aflossing van de verstrekte financiering (evenredig voor bank en PZEM). Dit betekent dat in eerste instantie de te betalen rente wordt voldaan en wat vervolgens resteert wordt aangewend voor aflossing van de leningen (aflossingspercentage van het uitstaande bedrag voor beide leningen gelijk);
- Rentepercentage is bepaald op basis van overleg met de bank d.d. 23 augustus 2019 op 2,035%, zowel voor lening derde als PZEM (NB bank verkrijgt pandrecht resp. achterstelling lening PZEM; PZEM verkrijgt geen zekerheden);

- e) Voorzichtigheidshalve is als uitgangspunt genomen dat PZEM geen rendement zal realiseren op de ontvangen gelden van de uitgegeven lening;
- f) Momenteel heeft PZEM nog een bedrag aan verrekenbare verliezen die voor een bepaalde periode verrekenbaar zijn; in de berekening van de financiële gevolgen wordt dit buiten beschouwing gelaten;

3) Financiële consequenties

In de bijlage bij deze notitie is een berekening opgenomen voor de 1^e 5 jaren van de financiële gevolgen van de overgang naar de nieuwe situatie. Hierbij zijn allereerst de financiële gevolgen voor PZEM in beeld gebracht en vervolgens de financiële gevolgen voor de holding.

Naast de gevolgen voor PZEM respectievelijk de holding is het totaal van belang, omdat vanuit de aandeelhouders gezien de transacties louter een splitsing van haar bezit tot gevolg hebben en het totale bezit niet verandert. In het schema komt dit nadrukkelijk naar voren, feitelijk wordt “geconsolideerd” gezien alleen de lening van de bank ontvangen en als liquide middelen verwerkt.

Er zijn 2 elementen die van belang zijn in het kader van de financiële gevolgen als de aandelen op de beschreven wijze worden verkocht aan de holding.

Ten eerste is rente voor PZEM onderworpen aan vennootschapsbelasting, terwijl dividend van Evides valt onder de deelnemingsvrijstelling. Dit leidt tot een vennootschapsbelastingverplichting. Aan de andere kant betaalt de holding rente, maar die kan deze niet afzetten tegen fiscale winst, omdat het dividend van Evides ook daar onder de deelnemingsvrijstelling valt. Per saldo wordt PZEM derhalve ten opzichte van de huidige situatie een bedrag aan vennootschapsbelasting verschuldigd. In vijf jaren komt het verschuldigde bedrag aan vennootschapsbelasting uit op EUR 2,8 miljoen.

Ten tweede wordt een bedrag aan rente verschuldigd aan de bank. Deze bedraagt 2,035%. Echter momenteel realiseert PZEM op uitgezette middelen een rendement van nagenoeg nihil en daarmee is de rente aan de bank feitelijk een uitgaande geldstroom voor het geheel. In vijf jaren komt het bedrag aan rente dat hiermee gemoeid is op EUR 22,7 miljoen. Vanzelfsprekend wordt dit bedrag lager als het rendement van PZEM op het netto ontvangen bedrag hoger wordt.

De huidige situatie leidt in vijf jaren tot een bedrag aan dividend van EUR 75,0 miljoen. In de nieuwe situatie moet rekening worden gehouden met de uitgaande kasstroom die hierboven is toegelicht van EUR 25,5 miljoen (EUR 2,8 miljoen plus EUR 22,7 miljoen) en wordt netto derhalve EUR 25,5 miljoen minder ontvangen.

Dit blijkt ook uit de kasstromen. De negatieve kasstroom gedurende de eerste 5 jaren bedraagt EUR 52,8 miljoen, waarin begrepen een aflossing op de lening van de bank (EUR 233,3 miljoen initieel) van EUR 27,3 miljoen. Het verschil tussen beide bedraagt het lagere resultaat.

4) Slotopmerkingen

- a. Deze notitie heeft als onderwerp de financiële gevolgen van de leningoptie. Vanzelfsprekend zijn er bij het overwegen van deze optie ook andere aspecten die een rol spelen, zoals het uit de risicosfeer van PZEM halen van het aandelenbezit Evides. Deze zullen separaat moeten worden afgewogen.
- b. Eenvoudshalve is uitgegaan van de veronderstelling dat de waardering van Evides gelijk is aan de netto vermogenswaarde van het aandelenbezit (dus geen verschil tussen 50% van het eigen

vermogen volgens de balans van Evides en de aankoopprijs). Dit zal in werkelijkheid niet zo zijn vanwege:

- Op het moment van aankoop worden de activa/passiva van Evides ten behoeve van de kopende partij gewaardeerd tegen marktwaarde wat zal verschillen van de boekwaarde volgens de balans van Evides. In het algemeen is deze marktwaarde hoger wat tot een hoger eigen vermogen leidt maar evenzo tot hogere afschrijvingen (vanuit het gezichtspunt van de kopende partij).
- Het verschil tussen de aankoopprijs en de aldus bepaalde waarde van de gekochte activa/passiva wordt verwerkt als goodwill. Volgens de Nederlandse verslaggevingsregels wordt de goodwill afgeschreven ten laste van het resultaat (op basis van levensduur). Indien IFRS zou worden gevolgd, is geen sprake van afschrijving van goodwill, maar behoort de goodwill tot de waarde van het 50% belang in Evides.

Het bovenstaande heeft tot gevolg dat het resultaat zal afwijken ten opzichte de hier weergegeven cijfers en derhalve ook het eigen vermogen. Er is geen invloed op de kasstromen noch op de vennootschapsbelastingplicht. Vandaar dat in de notitie geabstraheerd is van deze aanpassingen, zodat het financieel nadeel (feitelijke kasstromen) helder wordt.

- c. Vanuit financieel oogpunt leidt op basis van het huidig rendement dat PZEM realiseert op haar “overtollige” kasmiddelen (zijnde nihil) de leningvariant voor de aandeelhouders tot een substantiële afname van de inkomsten uit Evides (in PZEM dan wel de holding) en is daarmee financieel onvoordelig.

BIJLAGE BEREKENING FINANCIËLE GEVOLGEN LENINGVARIANT

FINANCIËLE GEVOLGEN LENINGVARIANT VOOR DE 1E 5 JAREN

A	PZEM	INITIEEL	JAAR 1	JAAR 2	JAAR 3	JAAR 4	JAAR 5
A1	RESULTAAT						
	Verkoopopbrengst	350,0					
	af: boekwaarde (voorlopig gelijk gesteld)	350,0-					
	resultaat	-					
	rente lening		2,4	2,3	2,3	2,2	2,2
	rente uitgezette middelen		-	-	-	-	-
			<u>2,4</u>	<u>2,3</u>	<u>2,3</u>	<u>2,2</u>	<u>2,2</u>
	vennootschapsbelasting netto	25%	0,6-	0,6-	0,6-	0,6-	0,5-
			<u>-</u>	<u>1,8</u>	<u>1,7</u>	<u>1,7</u>	<u>1,6</u>
	HUIDIGE SITUATIE	dividend	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
	VERSCHIL RESULTAAT		<u>13,2-</u>	<u>13,3-</u>	<u>13,3-</u>	<u>13,3-</u>	<u>13,4-</u>
	totaal lager resultaat 5 jaar		66,5-				
A2	KASSTROMEN						
	Ontvangst verkoop	350,0					
	verstrekking lening	116,7-					
	netto cash	<u>233,3</u>					
	ontvangst rente		2,4	2,3	2,3	2,2	2,2
	ontvangst aflossing		2,6	2,7	2,7	2,8	2,8
	betaling vennootschapsbelasting netto		0,6-	0,6-	0,6-	0,6-	0,5-
			<u>4,4</u>	<u>4,4</u>	<u>4,4</u>	<u>4,4</u>	<u>4,5</u>
	HUIDIGE SITUATIE		15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
	VERSCHIL KASSTROMEN		10,6-	10,6-	10,6-	10,6-	10,5-
	totaal lagere kasstroom 5 jaar		52,8-				
A3	BALANS						
	deelneming Evides	-					
	lening Holding	116,7	114,0	111,4	108,6	105,8	103,0
	uitgezette middelen	233,3	237,7	242,2	246,6	251,0	255,5
		<u>350,0</u>	<u>351,8</u>	<u>353,5</u>	<u>355,2</u>	<u>356,9</u>	<u>358,5</u>
	eigen vermogen (alleen voor Evides deel)	350,0	351,8	353,5	355,2	356,9	358,5
	HUIDIGE SITUATIE						
	deelneming Evides	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0	350,0
	uitgezette middelen		15,0	30,0	45,0	60,0	75,0
		<u>350,0</u>	<u>365,0</u>	<u>380,0</u>	<u>395,0</u>	<u>410,0</u>	<u>425,0</u>
	eigen vermogen (alleen voor Evides deel)	350,0	365,0	380,0	395,0	410,0	425,0

C		TOTAAL ANALYSE VERSCHILLEN MACRO	
Initieel	ontvangst lening bank		233,3
totaal	impact kasstroom 1e 5 jaren PZEM		52,8-
	impact kasstroom 1e 5 jaren Holding		-
	totaal kasstroom		<u>52,8-</u>
	waarvan aflossing bank (gelden derden)		<u>27,3</u>
	netto impact op vermogen na 5 jaren		<u><u>25,5-</u></u>
	impact resultaat 1e 5 jaren PZEM		66,5-
	impact resultaat 1e 5 jaren Holding		<u>41,0</u>
totaal	netto impact op vermogen na 5 jaren		<u><u>25,5-</u></u>
	rente bank		22,7-
	vennootschapsbelasting		<u>2,8-</u>
	TOTAAL RESULTAAT		25,5-
	aflossing bank		<u>27,3-</u>
	TOTAAL KASSTROOM		<u><u>52,8-</u></u>

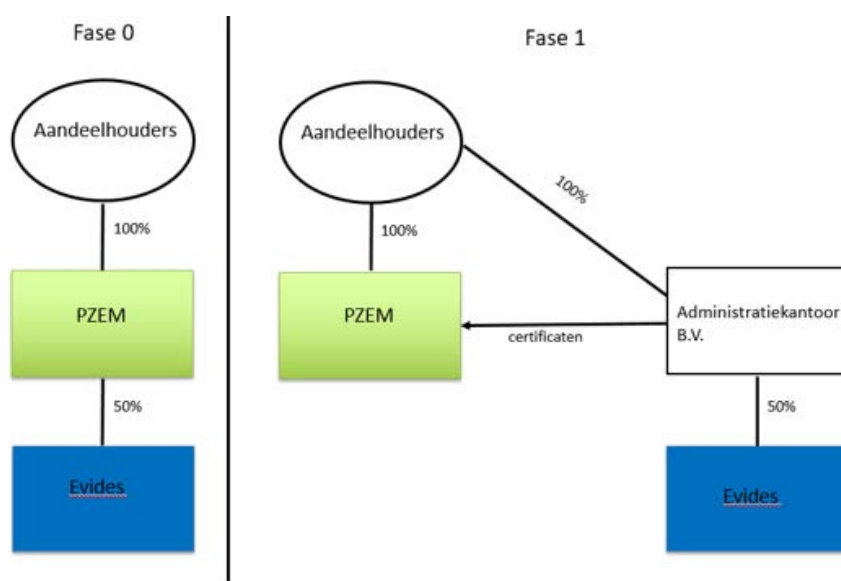
Notitie certificering aandelen holding i.r.t. overdracht juridisch eigendom Evides

1. Inleiding

De aandeelhouders van PZEM willen het bezit van de aandelen Evides (50%) dat nu in handen is van PZEM NV rechtstreeks (via aparte holding) in handen krijgen, met name vanwege het publieke belang van deze vennootschap waardoor men de aandelen Evides buiten de risicosfeer van de PZEM-groep wil halen. Echter momenteel is de financiële situatie van PZEM niet zodanig dat zij dit belang “om niet” kan opgeven. De reden hiervan is dat zij vanwege de huidige verliezen op de productie van elektriciteit de dividendstroom van Evides niet kan missen, waarbij komt dat zij bovendien in geval van een faillissement over een aantal jaren niet verweten wil worden paulianeus gehandeld te hebben, bijvoorbeeld doordat PZEM crediteuren zou hebben benadeeld door de overdracht van de aandelen Evides.

2. Voorgestelde oplossing (fase 1)

De mogelijk eerste oplossing lijkt nu te kunnen worden gevonden in de oprichting van een nieuwe vennootschap (Administratiekantoor B.V.) door PZEM waarin de aandelen Evides worden ingebracht. Vervolgens worden de aandelen van Administratiekantoor B.V. gecertificeerd, waarbij de certificaten in handen van PZEM komen. Deze certificaten geven het recht op de economische voordelen van het belang in Evides, m.a.w. PZEM behoudt de kasstromen uit dividenden. Tot slot van fase 1 wordt het eigendom van Administratiekantoor B.V. om niet overgedragen aan de aandeelhouders van PZEM, waardoor zij de zeggenschap krijgen over Administratiekantoor B.V. die op haar beurt de juridische zeggenschap over het 50% belang in Evides houdt. In schemavorm is dat als volgt weer te geven.:



Er wordt van uitgegaan dat de volledige juridische zeggenschap over de aandelen Evides op deze wijze komt te liggen bij de aandeelhouders van PZEM, waarbij de aandeelhouders zich zullen committeren om het huidig dividendbeleid van Evides te continueren.

3. Gevolgen verslaggeving initiële transactie (voorlopig)

3.1 gevolgen initiële transactie PZEM

De vraag is hoe de certificaten op de balans van PZEM in dit geval geclassificeerd en gewaardeerd moeten worden. Niet meer als equity belang (IAS 28) omdat de zeggenschap is overgedragen en er (zonder aanvullende voorwaarden) ook geen enkele vorm van joint control is of enige significante invloed. Er is derhalve geen sprake van een kapitaalbelang die volgens joint venture accounting of associate (deelneming) accounting moet worden gevolgd, maar van een financieel instrument in het toepassingsgebied van IFRS 9 en dat betekent concreet dat FVTPL (waardering tegen fair value through profit & loss, of wel waardering tegen marktwaarde waarbij verschillen ten gunste dan wel ten laste van het resultaat worden verantwoord) moet worden toegepast.

De waardering gebeurt dan tegen de fair value wat gebaseerd zal moeten zijn op de marktwaarde (waarschijnlijk een soort rendementswaarde van de dividenduitkeringen). Niettemin is de marktwaarde van het volledig bloot eigendom van de aandelen iets anders als de waarde van dit financieel instrument, immers de zeggenschap die mede de waarde bepaalt is overgedragen. Het verschil tussen beide (een korting) dient als dividenduitkering te worden verwerkt in de jaarrekening.

Uit een eerste overleg met waarderingsexperts blijkt dat het waardeverschil tussen een deelneming waarop beslissende zeggenschap kan worden uitgeoefend ten opzichte van de situatie waarbij geen sprake is van control ("lack of control") op basis van empirisch onderzoek ca 25% met een ruime bandbreedte (ook 15% lijkt mogelijk) is.

Afhankelijk van de specifieke omstandigheden (risico's stabiliteit kasstromen) kan de werkelijke aftrek belangrijk afwijken.

Ook kan de aftrek worden beperkt in die gevallen waarbij de houder van de certificaten nog invloed kan uitoefenen op bepaalde besluiten die de hoogte van het dividend kunnen beïnvloeden. De mate waarin dit tot reductie leidt hangt af van de specifiek overeengekomen voorwaarden.

Stap 1 wordt dan waardering van het Evides belang op marktwaarde volledig eigendom ipv equity value (verschil met huidige equity value of wel de boekwaarde is resultaat).

Stap 2 is dan dat het verschil tussen de marktwaarde van het volledig eigendom en de waarde van het financieel instrument (certificaten) als dividend wordt verwerkt. Het financieel instrument (certificaten) komt afzonderlijk op de balans te staan.

3.2 gevolgen initiële transactie tussenholding

De tussenholding heeft geen economisch belang en derhalve ook geen waarde verkregen, met name ook omdat het buiten haar invloedssfeer is of zij de geldstromen uit het bezit van Evides kan krijgen. De houders van de certificaten hebben immers recht op deze geldstromen.

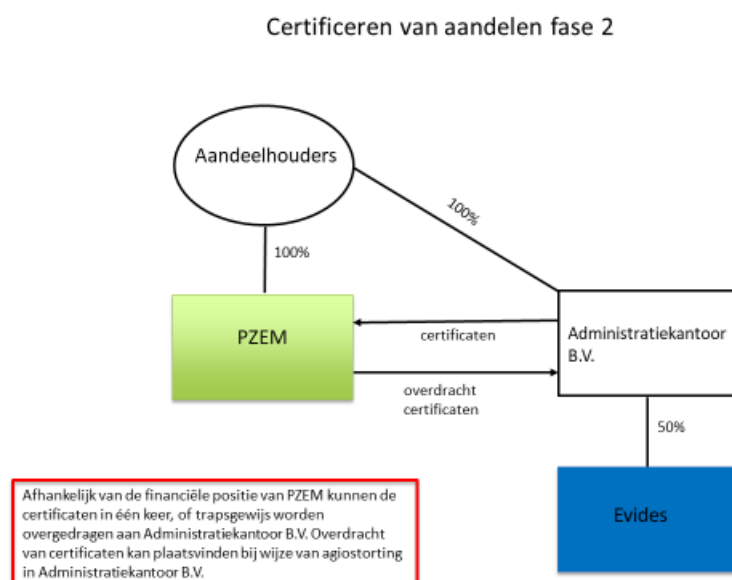
3.3 gevolgen initiële transactie aandeelhouders PZEM

Bij de aandeelhouders zelf is geen sprake van een verkrijgingsprijs bij de overdracht van de aandelen Administratiekantoor B.V. en heeft de overdracht derhalve nauwelijks invloed op de verslaggeving. Er is namelijk geen sprake van een verkrijgingsprijs (of louter registratiewaarde van EUR 1), waarbij een bedrag wordt betaald door de aandeelhouders, en derhalve is de verkrijgingsprijs (of louter registratiewaarde van EUR 1) van de tussenholding nihil voor de aandeelhouders.

4. gevolgen al dan niet gedeeltelijke overdracht certificaten (voorlopig) (fase 2)

In het dividendbeleid van PZEM zal worden aangegeven onder welke condities PZEM in staat is dividend uit te keren aan haar aandeelhouders. Hierbij zal tevens worden bepaald dat een dergelijke dividenuitkering in de vorm van de overdracht van certificaten zal gaan naar Administratiekantoor B.V., waardoor Administratiekantoor B.V. recht krijgt op de dividendstroom van deze certificaten, en op dat moment juridisch eigendom en economisch eigendom van de aandelen weer wordt verenigd. Aangezien dit dividendbeleid een besluit is van de algemene vergadering van aandeelhouders van PZEM (In overleg met bestuur/RvC van PZEM) kan een individuele aandeelhouder hier geen recht op doen gelden. Met andere woorden besluitvorming over dividenden (in de vorm van overdracht van certificaten) gebeurt door de algemene vergadering van PZEM. Aangezien de algemene vergadering als orgaan van PZEM geldt betekent dit verslaggevingstechnisch dat de volledige waarde van de (resterende) certificaten op de balans van PZEM staat tot een dergelijk besluit is genomen.

In schemavorm gebeurt het volgende bij overdracht van certificaten:



4.1 gevolgen overdracht certificeren (al dan niet gedeeltelijk) voor PZEM

Als er certificaten worden overgedragen dient een evenredig deel van de marktwaarde van het financieel instrument op dat moment door PZEM als dividenuitkering te worden verwerkt, waarbij de waarde in handen komt van de aandeelhouders via Administratiekantoor B.V.

4.2 gevolgen overdracht certificaten voor Administratiekantoor B.V.

De aandeelhouders van PZEM krijgen certificaten in Evides als dividend uitgekeerd. Deze certificaten worden door de aandeelhouders ingebracht in Administratiekantoor B.V. De waarde die aan deze certificaten wordt toegekend wordt als informele kapitaalstorting verwerkt bij Administratiekantoor B.V., zodat de waarde van de certificaten in de balans wordt verwerkt met daartegenover een agio (informele kapitaalstorting). Deze waarde zal naar verwachting overigens hoger zijn als die van de certificaten bij PZEM, immers door deze transactie wordt het juridisch en economisch eigendom

weer bij elkaar gebracht. Titel 9 BW 2 wijkt op dit aspect niet af van IFRS.

Vanaf het moment dat de certificaten in handen zijn van Administratiekantoor B.V. kan het ontvangen dividend van Evides op de overgedragen certificaten worden uitgekeerd aan de aandeelhouders, natuurlijk rekening houdend met het bedrag bestemd voor de kosten ten laste van Administratiekantoor B.V.

Punt van nader onderzoek zal moeten zijn hoe om te gaan met mogelijke verschillen tussen de waardering die op het moment van inbreng moet worden toegekend aan de activa /passiva van Evides ten opzichte van de boekwaarde volgens de balans van Evides en de mogelijke invloed op het resultaat / eigen vermogen van Administratiekantoor B.V. als waarderingen afwijken ten opzichte van de boekwaarde volgens de balans van Evides. Dit kan overigens ook afhankelijk zijn van het verslaggevingsstelsel dat wordt gekozen, Nederlandse verslaggevingsregels of IFRS. Op de geldstromen zullen afwijkingen in waarderingsgrondslagen overigens geen invloed hebben en dergelijke aanpassingen zijn dus louter boekhoudkundig van aard.

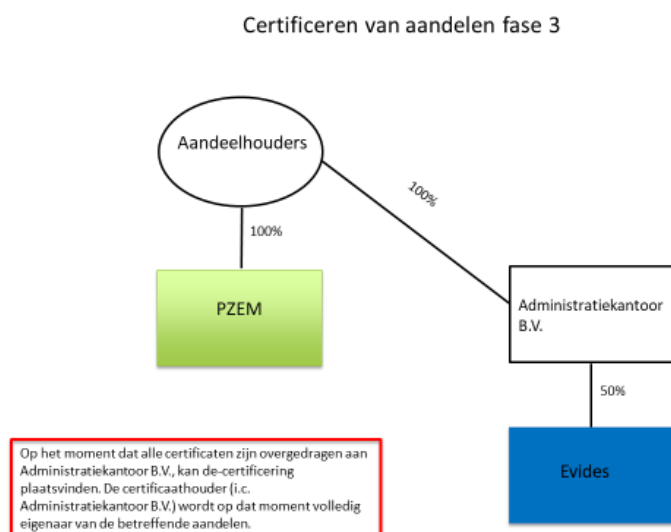
4.3 gevolgen overdracht certificaten voor aandeelhouders

De aandeelhouders krijgen geen uitkering in geld maar impliciet wel een voordeel doordat Administratiekantoor B.V. meer waard wordt. Echter hier is geen verkrijgingsprijs mee gemoeid en derhalve is het verdedigbaar dat ook hier geldt dat de verkrijgingsprijs nihil is en dus leidt het overdragen van de certificaten niet tot een resultaat bij de aandeelhouders.

5. Uiteindelijke structuur (fase 3)

Nadat alle certificaten van PZEM zijn overgedragen aan Administratiekantoor B.V. kan de certificering worden beëindigd en is zowel het juridisch als economisch eigendom van de aandelen in Evides via Administratiekantoor B.V. in handen van de aandeelhouders van PZEM. Hiermee is dan het uiteindelijke doel bereikt, te weten de overdracht van de aandelen in Evides (zowel juridisch als economisch) door PZEM aan haar aandeelhouders.

In schemavorm is dit als volgt weer te geven:



23 augustus 2019

Notitie Uitgangspunten voor dividendbeleid PZEM

Inleiding

De werkgroep Aqua heeft onderzoek gedaan naar de mogelijke overdracht van de aandelen N.V. Evides (50%-belang) van PZEM N.V. naar de aandeelhouders van PZEM. Het eindadvies van de werkgroep betreft een splitsing tussen juridisch en economisch eigendom in eerste instantie (fase 1), die gevolgd dient te worden door een gefaseerde overdracht van economisch eigendom (fase 2). De splitsing tussen juridisch en economisch eigendom zal geschieden middels certificering van de aandelen. Het juridisch eigendom zal toebehoren tot Administratiekantoor B.V. waarvan de aandelen in bezit zijn van de huidige PZEM aandeelhouders.

Als sluitstuk van het eindadvies geeft de werkgroep in deze notitie de uitgangspunten aan die volgens de werkgroep onlosmakelijk verbonden zijn aan de geadviseerde oplossing voor overdracht van de aandelen.

Wanneer is dividenduitkering mogelijk?

Dit wordt opportuun op het moment dat PZEM zonder de dividenduitkering van Evides positieve kastromen genereert en zonder resultaten met betrekking tot Evides een positief netto resultaat kan presenteren.

De kasstroom betreft de geconsolideerde kasstroom zoals gepresenteerd in de jaarrekening die genormaliseerd dient te worden voor bijzondere posten. Voorbeelden van deze bijzondere posten zijn business case gedreven investeringsuitgaven (uitbreidingsinvesteringen) en substantiële werkkapitaalmutaties.

Prioriteit in dividenduitkering

Om de banden tussen het commerciële PZEM en Evides niet langer in stand te houden dan noodzakelijk adviseert de werkgroep om bij een mogelijke dividenduitkering de overdracht (in natura) van de certificaten aandelen Evides aan Administratiekantoor B.V. te laten prevaleren boven een normale dividenduitkering (in geld).

Wij adviseren om dit vast te leggen in een toekomstig dividendbeleid van PZEM.

Werkgroep Aqua,

28 augustus 2019



Second opinion aandelen Evides

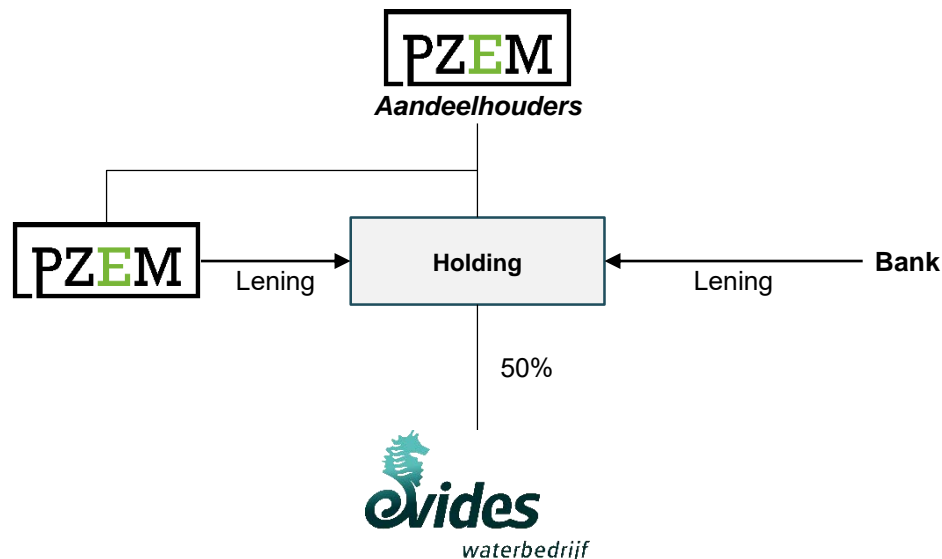
1 mei 2019



- Eind 2017 is de aandeelhoudersstrategie PZEM herijkt
- Naar aanleiding van deze strategie is een werkgroep gestart met het verkennen van mogelijkheden om de aandelen Evides onder meer directe controle van de publieke aandeelhouders van PZEM te brengen
- Eind januari 2019 zijn de Provinciale Staten (“PS”) van Zeeland geïnformeerd over de bevindingen van deze werkgroep
- In totaal zijn 9 varianten gepresenteerd met enkele sub varianten om de zeggenschap en/of het volledige eigendom over te hevelen van PZEM naar haar publieke aandeelhouders
- Op basis van randvoorwaarden van betrokken stakeholders (aandeelhouders, PZEM en Evides) blijven 3 mogelijke varianten over
- PS hebben aangegeven een second opinion te willen op scenario’s 3A, 3B (overdracht tegen marktwaarde aan een tussenholding) en 7A (splitsing juridisch en economisch eigendom tot PZEM financieel gezond is), waarna opdracht hiertoe is verleend aan Emendo Capital B.V. (“Emendo” of “Wij”)
 - Wij hebben geen toets gedaan op de conclusies t.a.v. de overige scenario’s
- Wij hebben in het kader van deze opdracht gesproken met betrokken leden van de werkgroep, vertegenwoordigers van PZEM en van de provincie Zeeland
- Onze bevindingen zijn in deze presentatie opgenomen:
 - Allereerst beschrijven we de scenario’s op basis van gepresenteerde informatie
 - Vervolgens geven we onze observaties en aanbevelingen



Structuur



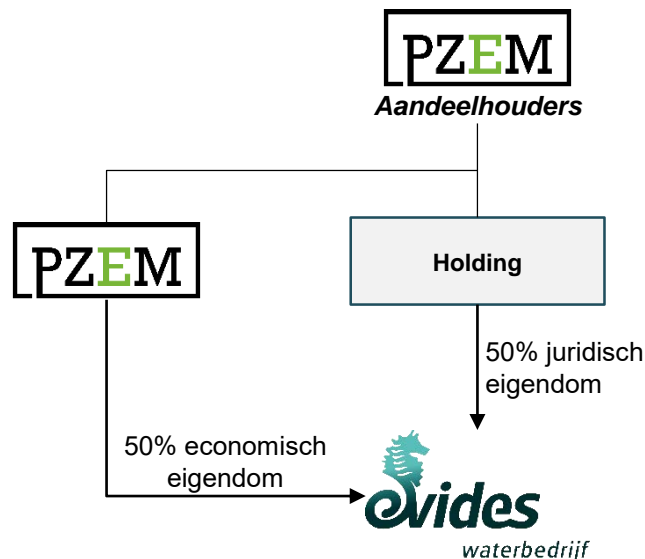
- Holding betaalt marktwaarde van Evides aandelen aan PZEM
- Zij trekt hiervoor een lening aan bij een bank en / of PZEM
- Om de rente zo laag mogelijk te houden, zal een zekerheidstelling gegeven moeten worden door de PZEM aandeelhouders

Overwegingen

- Aandeelhouders krijgen direct de volledige zeggenschap over de aandelen Evides
- Positieve ontwikkelingen in de waarde van Evides komen ten bate van de aandeelhouders
- 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
- Indien een zekerheidstelling zou worden gegeven om rentelasten te drukken, lopen aandeelhouders extra risico ten opzichte van de status quo, aangezien zij nu slechts een risico lopen over de waarde van de aandelen PZEM
- Mogelijk discussie over waardering 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
- In geval van verpanding van aandelen ten behoeve van de lening zijn GBE en het ministerie van I&W ook belangrijke gesprekspartners



Structuur⁽¹⁾



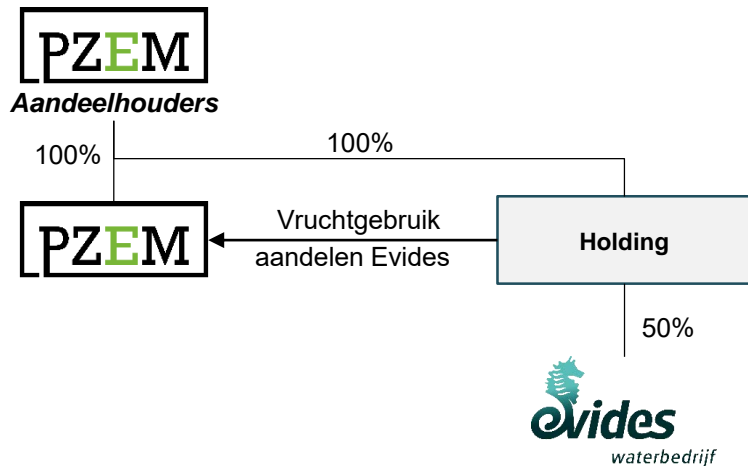
- Holding verkrijgt het juridisch eigendom van de aandelen Evides
- Het economisch eigendom, d.w.z. de aanspraak op de opbrengsten, blijft bij PZEM
- De exacte vormgeving van de splitsing van economisch en juridisch eigendom is nog onderwerp van onderzoek
- De volgende varianten zijn in ieder geval denkbaar: vruchtgebruik, het werken met verschillende soorten aandelen en certificering
 - In het laatste geval worden de PZEM aandeelhouders geen aandeelhouder in Evides maar wordt deze rol ingevuld door een stichting, waarbij PZEM aandeelhouders in het bestuur vertegenwoordigd kunnen zijn

Overwegingen

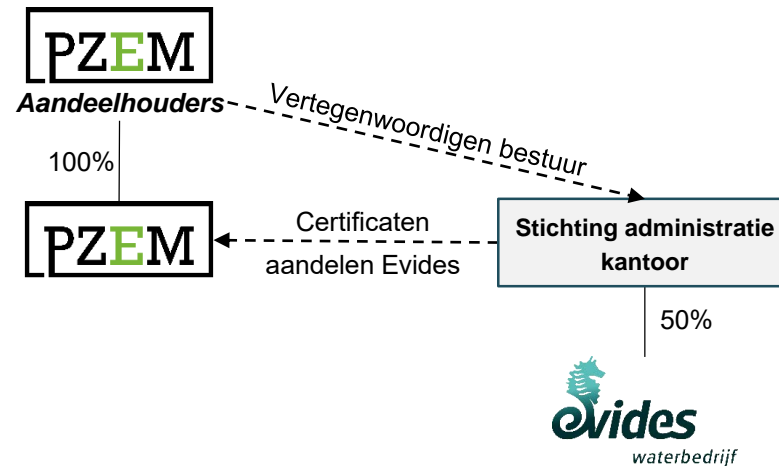
- Aandeelhouders krijgen directe zeggenschap over Evides aandelen
- Zij hoeven hiervoor niet te lenen dan wel borg te staan en lopen financieel dan ook geen risico
- Hierdoor lijkt het makkelijker alle PZEM aandeelhouders te laten participeren
- Er lekt geen geld weg naar derde financierende partijen
- PZEM zal invloed willen op de besluitvorming om haar economisch belang te borgen – hierdoor wordt het verworven zeggenschapsrecht beperkt
- Ondanks dat hierover al verkennend van gedachten is gewisseld in de werkgroep, liggen de voorwaarden waaronder het economisch eigendom kan worden overgedragen door PZEM aan haar aandeelhouders nog niet concreet vast
- Zonder de laatste stap van overdracht van economisch eigendom biedt deze structuur geen directe eindoplossing voor de politieke wens om volledige grip op Evides te krijgen
 - Het is daarmee van belang dat de afspraken over overgang van economisch eigendom voldoende concreet en hard worden vastgelegd met PZEM



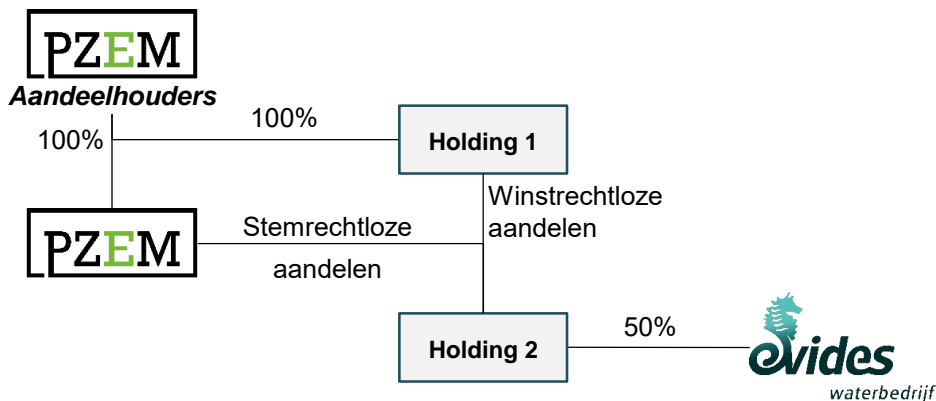
Vruchtgebruik



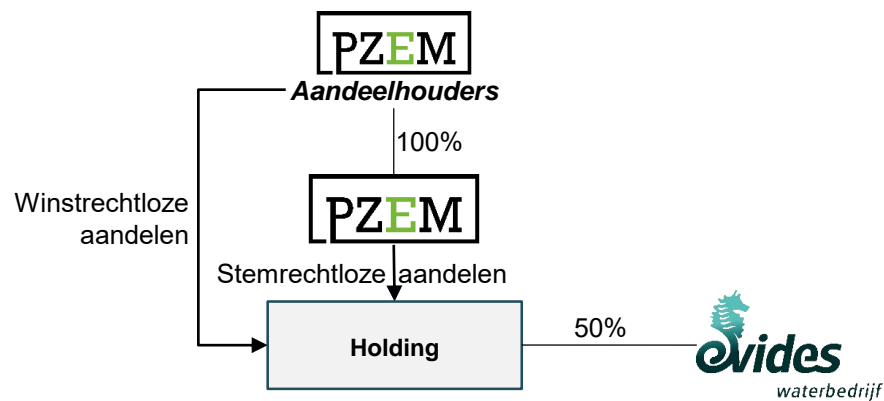
Certificering



Verschillende soorten aandelen



Aandelen met tracking stock



Genoemde varianten zijn gebaseerd op initiële verkenning door de werkgroep en moeten verder worden geanalyseerd



- Als belangrijkste nadeel van opties 3A en 3B wordt gezien dat een groot deel van de dividend opbrengsten uit Evides gebruikt moeten worden voor rentebetaling aan banken
- Hierdoor lekt waarde weg aan derde partijen
- De gepresenteerde financiële onderbouwing is gerekend met een waarde van de aandelen van € 350m en een rente van 3,27%
- In onze optiek is door afnemende dividendopbrengsten in de afgelopen jaren als gevolg van regulering drinkwatertarieven en de introductie van Vpb de vraag gerechtvaardigd, of de gepresenteerde marktwaarde kan standhouden
- Wij begrijpen dat de hoogte van het gehanteerde rente percentage is gebaseerd op een eerste indicatie van BNG voor een niet-geborgde lening
- Op basis van recente transactie ervaring sluiten wij niet uit dat dit percentage bij een markttoets lager zou kunnen worden
- Vanuit eerdere betrokkenheid bij het Evides vraagstuk zou in geval van een door overheden geborgde lening een rente van circa 2% ook mogelijk moeten zijn
- Voorgaande neemt niet weg, dat ook bij aangepaste aannames er waarde weg zal lekker naar banken
- Tevens herkennen wij het fiscale nadeel dat is beschreven (betaalde rente niet aftrekbaar, PZEM moet wel belasting betalen)
- Derhalve lijkt deze variant uitsluitend te prefereren indien de beperktere zeggenschap van variant 7 (splitsing eigendom) politiek onwenselijk is / of de PZEM aandeelhouders mogelijkheden zien de waarde van de Evides aandelen te laten stijgen t.a.v. de betaalde prijs
- Dit laatste lijkt lastig gegeven het karakter van publieke aandeelhouder en het gebrek aan doorslaggevende zeggenschap in Evides
- Aanvullend merken wij op dat PZEM ervan uitgaat dat het geen rendement op de opbrengsten van eventuele verkoopopbrengsten kan halen
 - Dit vormt in onze optiek een breder aandachtspunt ten aanzien van de creatie van aandeelhouderswaarde in het licht van de aandeelhoudersstrategie



Observaties

- Het belangrijkste voordeel van deze variant t.o.v. aankoop door een holding is, dat in deze variant de aandeelhouders geen financieel risico over een te betalen koopprijs voor de aandelen Evides lopen
- Daarmee is deze variant waarschijnlijk meer laagdrempelig en met meer eensgezindheid onder PZEM aandeelhouders uit te voeren
- Een belangrijk nadeel is, dat PZEM waarschijnlijk bepaalde invloed zal willen om haar financiële belang te beschermen
- In de verstuurde brief door GS wordt gesteld dat overdracht van juridisch eigendom een waarde vertegenwoordigt
 - Wij hebben deze stelling op basis van de gepresenteerde stukken nog onvoldoende kunnen valideren
 - Los daarvan kunnen wij ons niet voorstellen op welke wijze de PZEM aandeelhouders zouden kunnen betalen voor een juridisch eigendom zonder aanspraak op winsten uit Evides
- Om een goed oordeel te kunnen vormen over deze variant is het daarom belangrijk de voorwaarden te kennen die partijen onderling zullen afspreken
- Wij begrijpen dat de werkgroep nog niet is toegekomen aan het uitwerken van deze voorwaarden
- Daarom schetsen wij een aantal randvoorwaarden waaraan deze variant in onze optiek in ieder geval moet voldoen

Randvoorwaarden

- PZEM en haar aandeelhouders zouden een duidelijke wederzijdse intentie moeten hebben, dat betaling voor het juridisch eigendom door PZEM aandeelhouders niet aan de orde is dan wel dat PZEM in staat is een dividend uitkering in natura ter grootte van de eventuele waarde te doen zonder enig voorbehoud
- Het is zaak om in de uitwerking van de splitsingsvariant helderheid te krijgen over de mate waarin en wijze waarop PZEM invloed krijgt op besluiten van haar aandeelhouders inzake Evides
 - De huidige afspraken omtrent dividend- en investeringsbeleid van Evides zouden als uitgangspunt kunnen worden genomen
- Tevens dienen de afspraken over overgang van economisch eigendom voldoende concreet en hard worden vastgelegd met PZEM waarbij duidelijke prestatie indicatoren overeen gekomen zouden moeten worden
 - Een afspraak over de waarderingsmethodiek is daarbij eveneens aan te bevelen
- De aandeelhouders zouden de mogelijkheid moeten krijgen om het economisch eigendom alsnog tegen marktwaarde te verwerven op ieder moment dat zij dat wensen (een call optie)
- Hiermee kunnen zij te allen tijden alsnog overstappen naar variant 3 en is het neerwaarts risico van kiezen voor deze variant nu verwaarloosbaar
- Ten aanzien van de variant van certificering merken wij nog op dat een stichting administratiekantoor een minder transparant governance model impliceert en de aandelen Evides alsnog niet door overheden worden gehouden maar door een stichting



- Uit de bevindingen van de werkgroep volgt dat de variant Splitsing juridisch-economisch eigendom te prefereren is boven overname van de aandelen Evides door een tussenholding
- Als belangrijkste reden hiervoor is aangedragen dat in geval van overname waarde weglekt naar financierende instellingen waarbij tevens fiscaal nadeel ontstaat
- Ondanks het feit dat wij menen dat nog discussie gevoerd zou kunnen worden over een aantal gepresenteerde aannames in het beknopte rekenmodel dat door de werkgroep is gehanteerd, kunnen wij ons wel vinden in de belangrijkste conclusies van de werkgroep ten aanzien van de beperkingen van de overname variant (variant 3A en 3B)
 - Wij zouden deze variant met name kunnen aanbevelen indien de publieke aandeelhouders mogelijkheden zouden zien om additionele waarde te creëren na overname
 - Gegeven het gebrek aan doorslaggevende zeggenschap lijkt de kans hierop echter beperkt
- De vraag in hoeverre de variant splitsing van juridisch en economisch eigendom te prefereren is wordt in onze optiek gedreven door de juridische invulling ervan
- Daarbij is van belang hoeveel zeggenschap PZEM zou blijven houden als houder van het economisch eigendom
- Wij begrijpen dat de werkgroep nog niet zo ver is, dat al voldoende duidelijkheid kan worden verschaft over de juridische invulling
- Daarom geven wij in het kader van deze second opinion enkele randvoorwaarden die de PZEM aandeelhouders kunnen meenemen in hun overwegingen
 - Het betalen van een prijs (anders dan dividenduitkering in natura) voor het verkrijgen van juridisch eigendom lijkt ons economisch niet verdedigbaar vanwege het ontbreken van aanspraak op winstuitkering
 - Wij raden aan een transparant governance model te kiezen waarin duidelijk is over welke zaken PZEM wel en geen invloed heeft en daarbij de invloed van PZEM te beperken tot het strikt noodzakelijke om richting stakeholders van PZEM te kunnen rechtvaardigen dat de waarde van het economisch eigendom geen grote risico's loopt
 - Vooraf moet voldoende helder zijn aan welke randvoorwaarden voldaan moet zijn om het economisch eigendom via dividenduitkering alsnog bij de PZEM aandeelhouders te krijgen, zodat hier geen open einde van het dossier ontstaat
 - De publieke aandeelhouders zouden een call optie of vergelijkbaar recht moeten krijgen om te allen tijde het economisch eigendom alsnog ineens te verwerven indien zij dit wenselijk achten
 - Dit creëert optionaliteit om van variant 7A naar variant 3 over te stappen indien dit politiek wenselijk wordt bevonden

EMENDO CAPITAL



Emendo Capital B.V.

Oosteinde 19

1017 WT Amsterdam

+31 (0)20 260 2236

INFO@EMENDOCAPITAL.COM

WWW.EMENDOCAPITAL.COM



Provincie Zeeland
T.a.v. de heer R. Klaassen
Postbus 6001
4330 LA MIDDELBURG

K.v.K. nummer: 37125881
BTW nummer: 8159.58.043.B01
Beconnummer: 487284
IBAN: NL85ABNA0980131359

Alkmaar, 12 augustus 2019

Betreft : Herstructurering Evides
Kenmerk : BA019177 - BdM/st
Bijlage(n) : Geen

Geachte heer Klaassen, beste Roland

Dank voor uw e-mail van 25 juni en de daarop volgende toelichting.

1. Inleiding

De provincie Zeeland (hierna: de provincie) houdt een belang van 50% in PZEM NV (hierna: PZEM). PZEM houdt een belang van 50% in Evides NV (hierna: Evides), de overige 50% wordt gehouden door Gemeenschappelijk Bezit Evides (GBE).

De aandeelhouders van PZEM overwogen het overbrengen van het belang in Evides naar een andere entiteit en hebben daarbij een aantal structuren onderzocht. De provincie heeft op 29 januari 2019 een notitie gestuurd aan de Provinciale Staten waarin de structuren worden besproken.

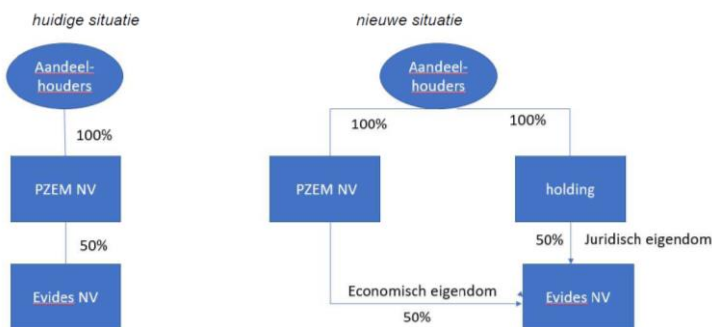
In zijn e-mail van 27 mei 2019 heeft mr. J. Batterink de volgende uitgangspunten aan u bevestigd:

- PZEM is belastingplichtig voor de vennootschapsbelasting
- Het dividend vanuit Evides valt thans onder de deelnemingsvrijstelling (artikel 13 Wet vpb) bij PZEM.
- De nieuwe tussenholding wordt opgericht door de aandeelhouders van PZEM, waarbij een gelijke aandelenverhouding wordt gehanteerd als in PZEM.
- De nieuwe tussenholding wordt belastingplichtig voor de vennootschapsbelasting.
- Overdracht van de (juridische/blote) eigendom van de aandelen waarbij een recht van vruchtgebruik wordt voorbehouden ten gunste van PZEM.

2. **Additionele opmerkingen**

De provincie overweegt nu de variant 7A zoals opgenomen in de bovengenoemde notitie waarbij de aandelen Evides zouden worden gecertificeerd.

Scenario 7A betreft het splitsen van het juridisch en economisch eigendom. In deze variant worden de huidige aandeelhouders PZEM, middels de 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. In de optie 7A blijft PZEM economisch eigenaar en ontvanger van het dividend van Evides. Op het moment dat dit financieel opportuun is, kunnen de aandeelhouders in overleg treden met de Raad van Bestuur van PZEM inzake de overdracht van het economische eigendom naar de aandeelhouders



Een nieuw op te richten houdstermaatschappij zou de juridische eigendom en het stemrecht krijgen, PZEM zou de economische eigendom van de aandelen behouden middels certificaten. Dit type structuur is niet ongebruikelijk bij certificering van beursvennootschappen.

3. **Waardering juridische eigendom en stemrecht**

In de brief van de provincie wordt gesteld dat aan het stemrecht een waarde van 10-20% kan worden toegekend. De waardering komt ons niet begrijpelijk voor. Certificering of decertificering heeft in het algemeen geen of marginale effecten op de aandelenprijs. In sommige gevallen, zoals eind juni 2019 bij Unilever gebeurde, is de aankondiging van het beëindigen van certificering zelfs aanleiding tot koersdaling.

4. **Koopoptie op economische eigendom**

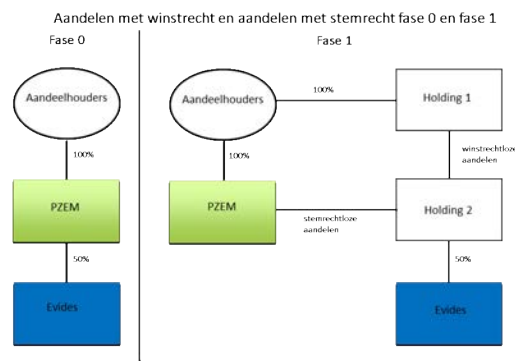
Een certificering waarbij de juridische eigendom bij een nieuw op te richten houdstermaatschappij ligt zou goed kunnen worden gecombineerd met het verlenen van een koopoptie op de economische eigendom van de aandelen Evides aan de houdstermaatschappij. De houdstermaatschappij zou bijvoorbeeld het recht tot koop tegen marktwaarde kunnen krijgen op het moment dat aan de voorwaarden zoals genoemd in de brief van de provincie wordt voldaan ("Dit wordt opportuun 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. De aandeelhouders kunnen op dat moment in overleg treden met de Raad van Bestuur van PZEM inzake de overdracht van het economisch eigendom van PZEM naar de aandeelhouders").

Een verkoop van de certificaten aan de houdstermaatschappij tegen schuldigerkenning zou gevolgd kunnen worden door een dividenduitkering door PZEM van de vordering op de houdstermaatschappij. Het inbrengen van de vordering in de houdstermaatschappij zou dan kunnen leiden tot een overdracht zonder externe financiering.

De structuur zoals opgenomen in slides 4-6 van de powerpointpresentatie, die u ons hebt toegestuurd, is in dat opzicht duidelijk. Op dividend ontvangen op gecertificeerde aandelen is de deelnemingsvrijstelling van toepassing (zie BNB 1986/4 HR, 13-11-1985, nr. 23 077), vermogenswinst op verkoop van de certificaten valt ook onder de deelnemingsvrijstelling.

5. Dubbele aandelenstructuur

De structuur met twee soorten aandelen (splitsing aandelen) die is opgenomen in de powerpointpresentatie is iets moeilijker te doorgronden. Als u hierover nader advies wil, ontvangen wij graag verduidelijking over de rechten die de aandeelhouders Stem en Winst hebben.



PZEM zou haar aandelen Evides kunnen inbrengen in een houdstermaatschappij tegen uitgifte van twee soorten aandelen (aandelen Winst en aandelen Stem). Vervolgens kan zij de aandelen Stem vervreemden (of uitkeren als dividend cq terugbetaling van kapitaal) aan haar aandeelhouders. In de schematische weergave is sprake van twee houdstervenootschappen (Holding 1 en Holding 2). De vraag is of Holding 1 noodzakelijk is voor de structuur. De provincie zou de aandelen Stem ook direct kunnen houden.

De exacte omschrijving van de inhoud van de aandelen is van belang voor de vraag wat de waarde van de aandelen is Stem en Winst is. Ervan uitgaand dat de omschrijving van de aandelen zo is dat fiscaal sprake is van eigen vermogen, dan kan de deelnemingsvrijstelling van toepassing zijn op aandelen Stem en aandelen Winst.

Waarschijnlijk is geen fiscale eenheid mogelijk tussen Holding 1 en Holding 2 (zie artikel 2 Besluit Fiscale Eenheid 2003), dit is echter afhankelijk van de exacte omschrijving van de aandeelhoudersrechten van de aandelen Stem en Winst.

De dubbele aandeelhoudersstructuur leidt tot extra onderhoudskosten (twee aangiftes in plaats van één, juridische fusie van Holding 1 en Holding 2).

6. Vooroverleg met inspecteur

Wij adviseren u de gekozen structuur voor te leggen aan de inspecteur. Gezien het feit dat er geen fiscale overwegingen zijn, maar slechts overwegingen van publieke en boekhoudkundige aard kunnen wij ons voorstellen dat de inspecteur de positie zal willen bevestigen. De inspecteur is geen belastingadviseur, dus voorleggen betekent dat de belastingplichtige een uitgewerkte structuur opstelt, zelf een analyse maakt van de fiscale gevolgen en de inspecteur vraagt de gevolgen te bevestigen.

Wij vertrouwen erop u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd.

Met vriendelijke groet,
EFK Belastingadviseurs

mr. drs. B.B. de Mik