

Gedeputeerde Staten

Aan de voorzitter van Provinciale Staten van de
Provincie Zeeland
p.a. statengriffier

onderwerp
Second opinion overdracht aandelen PZEM NV
in Evides NV

kenmerk
19012647



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

verzonden

Middelburg, 7 mei 2019

Geachte voorzitter,

Op 29 januari 2019 hebben wij uw Staten een brief gezonden inzake de overdracht van de aandelen PZEM NV in Evides NV (*kenmerk 19002513 bijlage 1*). In de brief geven wij aan dat wij, na onderzoek door de werkgroep van de aandeelhouderscommissie en PZEM, voornemens zijn de Raad van Bestuur van PZEM te verzoeken om nader onderzoek te doen naar de overdracht van het juridisch eigendom van het PZEM-belang in Evides aan een tussenholding (scenario 7). Middels deze brief hebben wij uw Staten in de gelegenheid gesteld, eventuele wensen en bedenkingen aan ons kenbaar te maken.

Na behandeling van onze brief in de vergadering van uw Commissie Bestuur op 15 februari 2019 en in uw Statenvergadering op 1 maart 2019 hebben uw Staten ons per brief uw wensen en bedenkingen kenbaar gemaakt (*kenmerk 19006054 bijlage 2*). In deze brief geeft u aan geen bedenkingen tegen het omhangen van de aandelen van PZEM in Evides naar de huidige aandeelhouders van PZEM te hebben. Wel geeft u als wens mee om over de scenario's 3a, 3b en 7 een second opinion te laten opstellen door een externe onafhankelijke adviseur.

Wij hebben adviesbureau Emendo Capital B.V. opdracht gegeven deze second opinion uit te voeren. De bevindingen van Emendo vindt u in het bijgevoegde rapport "second opinion aandelen Evides d.d. 1 mei 2019" (**bijlage 3**). Emendo kan zich vinden in de belangrijkste conclusies van de werkgroep ten aanzien van de beperkingen van de overname variant (scenario 3 A en 3B). De vraag in hoeverre de variant splitsing van juridisch en economisch eigendom (scenario 7) te prefereren is wordt volgens Emendo gedreven door de juridische invulling ervan. Met name van belang is hoeveel zeggenschap PZEM zou blijven houden als houder van het economisch eigendom. Op dit moment is er volgens Emendo nog onvoldoende duidelijkheid over de juridische invulling in scenario 7.

Wij herkennen ons in de conclusies en aanbevelingen van Emendo en zullen deze meenemen in de verdere uitwerking. Daarnaast bieden wij uw Staten graag de mogelijkheid aan de second opinion door Emendo toe te laten lichten in uw commissievergadering Bestuur. Hiermee hebben wij voldaan aan uw wensen en bedenkingen.

Met vriendelijke groet,

gedeputeerde staten,

Drs. J.M.M. Polman, voorzitter

A.W. Smit, secretaris

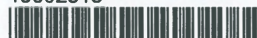
Bijlagen: 3.

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

30 JAN. 2019

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.

Verschillende 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. Paulianus 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.

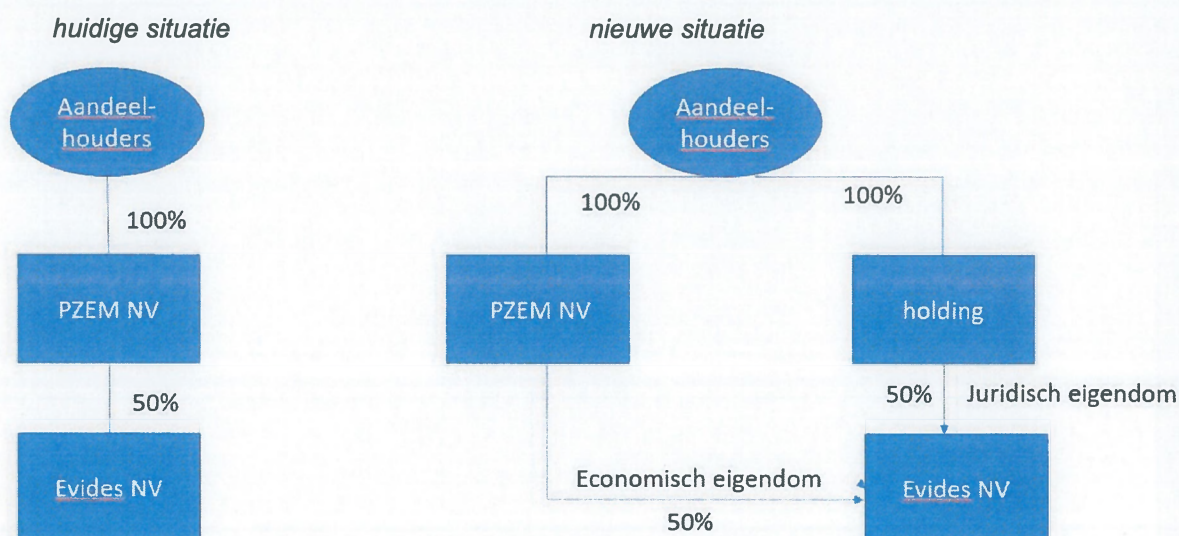
Bij de *variant 3B financiering via PZEM* zijn de volgende aandachtspunten van belang:

- 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 dividenduitkering 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 dividenduitkering. 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 (paulianeus 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.

College van gedeputeerde staten van Zeeland

onderwerp
overdracht aandelen PZEM NV in Evides NV,
wensen en bedenkingen

kenmerk
19006054



behandeld door
M.E. Trimpe
+31 118 631437

verzonden

Middelburg, 1 maart 2019

Geacht college,

Op 29 januari 2019 ontvingen wij uw brief over de overdracht van aandelen PZEM NV in Evides NV. In uw brief geeft u aan dat u – na onderzoek door de werkgroep van de aandeelhouderscommissie en PZEM – voornemens bent de Raad van Bestuur van PZEM te verzoeken om nader onderzoek te doen naar de overdracht van het juridisch eigendom van het PZEM belang in Evides aan een tussenholding. Daarnaast bent u voornemens de Raad van Bestuur te verzoeken jaarlijks in het ondernemingsplan op te nemen wanneer zij verwacht dat overdracht van het volledig juridisch en economisch eigendom van Evides rekening houdend met de financiële positie van PZEM haalbaar zal zijn. In uw brief verzoekt u ons eventuele wensen en bedenkingen bij dit voornemen kenbaar te maken.

Uw brief is behandeld in de vergadering van de Statencommissie Bestuur op 15 februari 2019.

Wij kunnen u medelen dat er geen bedenkingen zijn tegen de het omhangen van de aandelen van PZEM in Evides naar de huidige aandeelhouders van PZEM : het is een langgekoesterde wens binnen Provinciale Staten. Wel willen wij u als wens meegeven om over de scenario's 3a, 3b en 7 een second opinion te laten opstellen door een externe onafhankelijke adviseur.

Hoogachtend,

Provinciale Staten van Zeeland,

Drs. J.M.M. Polman, voorzitter,

Drs. F.J. van Houwelingen MPA, statengriffier



Second opinion aandelen Evides

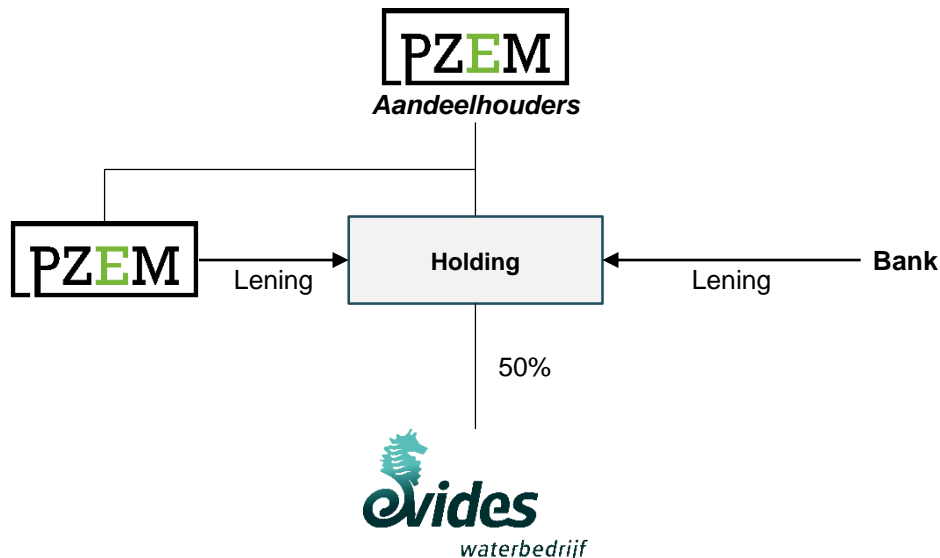
1 mei 2019



- 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

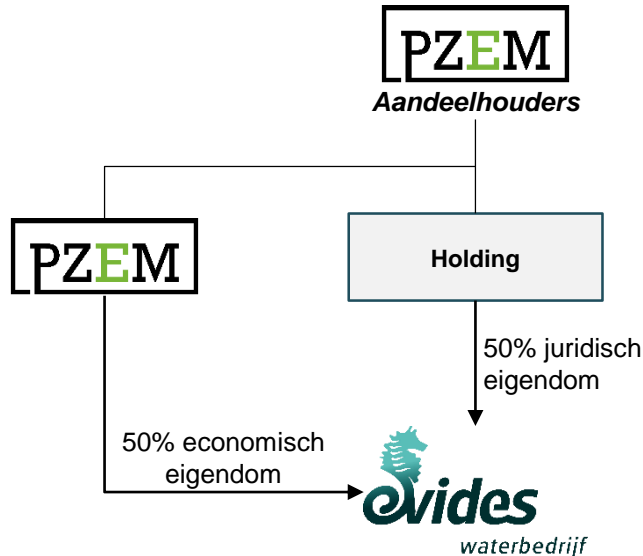
Overwegingen

- 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



Variant splitsing juridisch-economisch eigendom

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

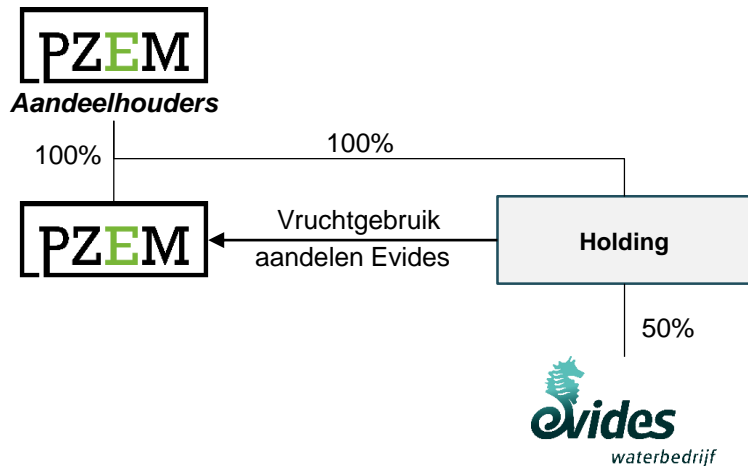
Overwegingen

- 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

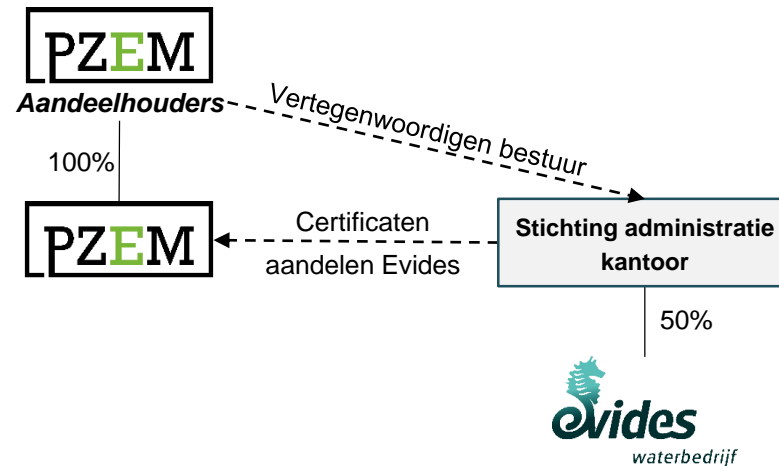


Mogelijke uitwerking splitsing juridisch-economisch eigendom

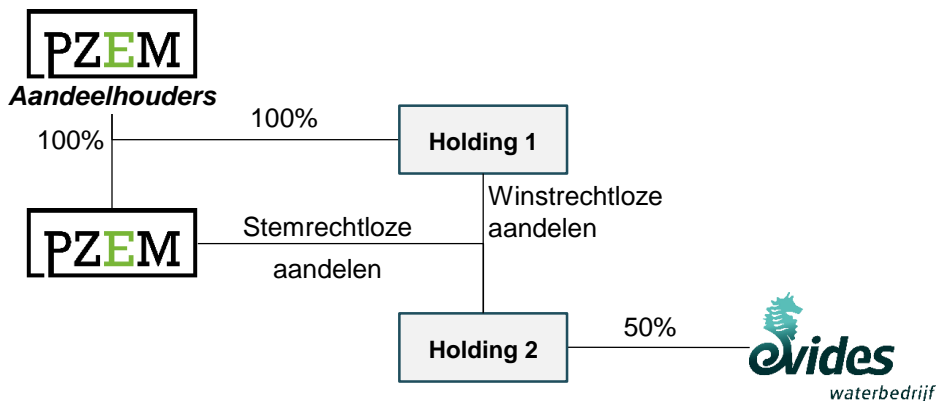
Vruchtgebruik



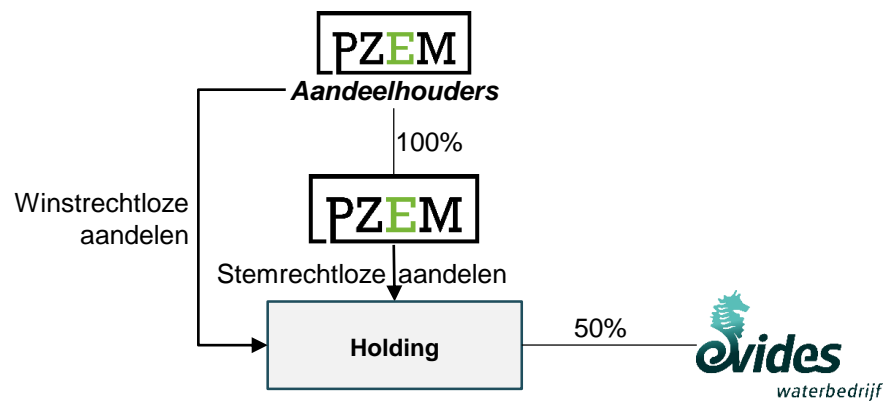
Certificering



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