

Rotterdam, 26 augustus 2021

**Memorandum**

Aan PZEM N.V.

Betreft Dividendbeleid PZEM

**Inleiding**

U verzocht ons om in het kader van de voorgenomen ontvlechting van Evides N.V. ("**Evides**") te adviseren over enkele concrete vragen die zijn opgekomen vanwege een amendement met betrekking tot het Statenvoorstel ontvlechting Evides – Fiche 1K 'Wind in de zeilen' d.d. 23 juli 2021 ("**Amendement**"). In dit Amendement wordt o.m. voorgesteld om vóór de ontvlechting van Evides afspraken te maken tussen PZEM NV ("**PZEM**") en haar (publieke) aandeelhouders ten aanzien van het te hanteren dividendbeleid, inclusief de mogelijkheid tot uitkering van tussentijds (super)dividend.

Het Amendement is bedoeld als invulling van een door de Provincie Zeeland gevraagd advies waarin PwC ingaat op de mogelijkheid en het wettelijke kader dat van toepassing is op een eventuele aandeelhoudersuitkering ter hoogte van de koopsom die zal worden betaald voor de overname van het 50% belang dat PZEM houdt in Evides. Dit advies van PwC is verstrekt in de vorm van een legal memo d.d. 29 juni 2021 dat als bijlage bij het Statenvoorstel was gevoegd ("**PwC Memo**"). Een dergelijke uitkering zou de (externe) financiering van de koopsom voor het over te nemen belang in Evides door de publieke aandeelhouders van PZEM vergemakkelijken.

Het PwC Memo beschrijft in hfdst 2 het juridische kader en de wettelijke vereisten bij de uitkering van reserves. Voor wat betreft het toepasselijke afwegingskader bij uitkering van reserves (hfdst 4 PwC Memo), concludeert PwC:

*"Wij hebben in dit memorandum beschreven dat aan een aantal voorwaarden dient te worden voldaan alvorens tot het doen van een (tussentijdse) uitkering mag worden overgegaan. Overtreding van de genoemde normen (balanstest en continuïteitstest) kan leiden tot aansprakelijkheid van de betrokken bestuurders, toezichthouders en aandeelhouders. Besluitvorming over een uitkering dient dan*



Amsterdam

Brussels

London

Luxemburg

New York

Rotterdam

This communication is confidential and may be subject to professional privilege. It may not be used, disclosed, copied, distributed or retained by anyone other than the intended addressee. All legal relationships are subject to NautaDutilh N.V.'s general terms and conditions (see [www.nautadutilh.com/terms](http://www.nautadutilh.com/terms)), which include a limitation of liability clause, have been filed with the Rotterdam District Court and will be provided free of charge upon request. Dutch law is applicable and disputes shall be submitted exclusively to the Amsterdam District Court. NautaDutilh N.V.; corporate seat Rotterdam; trade register no. 24338323. For information concerning the processing of your personal data we refer to our privacy policy: [www.nautadutilh.com/privacy](http://www.nautadutilh.com/privacy).

ook zorgvuldig te plaats te vinden. Voor PZEM is terughoudendheid vereist, gezien het bijzondere karakter van de onderneming en de risico's waarmee zij te maken heeft.

*Het uitkeren van (een deel van) de (te ontvangen) koopprijs voor Evides betekent dat PZEM er als onderneming 'armer' op wordt. Dit brengt de vraag met zich of dit in het belang van de onderneming is en of een dergelijke uitkering (op langere termijn) de continuïteit van PZEM in gevaar kan brengen. Dat maakt de in dit memorandum uiteengezette continuïteitstest zeer relevant. In het kader van de continuïteitstest is relevant dat voor PZEM bepaalde risico's spelen waarop zij geen invloed heeft, zoals de ontwikkeling van de elektriciteitsprijs. Het enige wat tegen dergelijke risico's gedaan kan worden, is het aanhouden van reserves als buffer. Dergelijke risico's moeten daarom worden meegenomen in PZEM's overwegingen bij het wel of niet doen van uitkeringen en bij het bepalen van de hoogte van aan te houden reserves.*

*Met name de bestuurders en toezichthouders van PZEM dienen zich ervan te vergewissen de continuïteit van de organisatie niet in gevaar brengen en te handelen in het belang van de onderneming. Ook de aandeelhouders hebben de verantwoordelijkheid om een afweging te maken of in het licht van de bekende risico's en verplichtingen van PZEM een uitkering mogelijk en wenselijk is. Daarbij is ook belangrijk dat aandeelhouders, bestuurders en toezichthouders het met elkaar eens zijn over welk handelen nu in het belang van de onderneming is.*

*Gelet op de wensen van partijen en de belangen van PZEM en haar aandeelhouders, adviseren wij in gezamenlijk overleg een dividendbeleid te ontwikkelen. Daarin kunnen afspraken worden gemaakt over het aanhouden van de ontvangen koopsom voor Evides als geormerkte reserve, en de wijze waarop in de komende jaren tot (tussentijdse) uitkeringen besloten kan worden. Hiermee wordt voorkomen dat de betaalde verkoopprijs voor Evides 'verdamp't' in PZEM en kan steeds gezamenlijk met behulp van het continuïteitsvereiste worden getoetst of deze reserve mogelijk (stapsgewijs) kan worden verlaagd door middel van het doen van tussentijdse uitkeringen. Zo worden de risico's beperkt, maar mogelijkheden opgehouden."*

### **Concrete vraagstelling**

Kan het bestuur en de RvC van PZEM wanbeleid worden verweten indien zij bij een eventuele continuïteitstest ten aanzien van een superdividend zoals omschreven in het PwC Memo een buffer aanhouden (die de uitkeerbare winst beperkt) van een in tijd aflopend bedrag dat 70% (gelijk aan het aandelenbelang dat PZEM houdt in EPZ) van de meerkosten (incl. eventuele tekorten in de door EPZ aangehouden amoveringsreserve) tengevolge van een onverhoopte voortijdige sluiting

van de kerncentrale?

### **Beantwoording van de vraag**

#### 1. Aandeelhouder vs bestuur: toelaatbaarheid reservering van de winst

Op grond van artikel 2:105 BW komt de winst van de naamloze vennootschap aan de aandeelhouders ten goede, voor zover bij de statuten niet anders bepaald. In de statuten van PZEM N.V. is bepaald dat de winst, eventueel na vermindering van een bedrag door de RvC toegevoegd aan de algemene reserves, ter beschikking staat van de algemene vergadering van aandeelhouders (art. 41.2 van de statuten). De algemene vergadering van aandeelhouders mag binnen de grenzen van redelijkheid en billijkheid in eigen belang handelen (artikel 2:8 BW). Dit geldt ook voor bestuurders van vennootschappen, die zich daarnaast, ex artikel 2:129 lid 5 BW, bij de vervulling van hun taak moeten richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Het is goed mogelijk dat de belangen van de aandeelhouders en de vennootschap uiteenlopen, en dat de goedkeuring voor een uitkeringsbesluit door het bestuur van de vennootschap wordt onthouden op basis van de balanstest en/of de continuïteitstest. Een mogelijk spanningsveld betreft de afweging tussen de vraag of winst moet worden uitgekeerd of (deels) moet worden aangehouden als reserve.

De Ondernemingskamer heeft verschillende uitspraken gedaan over de vraag in hoeverre de reservering van de winst (in strijd met de wens van de/een (minderheids)aandeelhouder(s)) toelaatbaar was, en wanneer sprake was van gegronde reden(en) om aan een juist beleid of juiste gang van zaken ex artikel 2:350 lid 1 BW te twijfelen. Deze jurisprudentie is samengevat in een principiële overweging in de JeeZet-beschikking:<sup>1</sup>

*“In beginsel hebben de aandeelhouders zonder meer recht op uitkering van de in een boekjaar gerealiseerde winst. Dit is anders indien de statuten bepalen dat de winst ter beschikking staat van een vennootschapsorgaan, bijvoorbeeld van de algemene vergadering van aandeelhouders. In dat geval dient de algemene vergadering van aandeelhouders een besluit tot winstbestemming te nemen; zij kan besluiten tot (gehele of gedeeltelijke) reservering of tot (gehele of gedeeltelijke) uitkering. De algemene vergadering van aandeelhouders dient bij het nemen van het besluit tot winstbestemming de redelijkheid en billijkheid in het oog te houden. Het belang van een (minderheids) aandeelhouder bij uitkering van dividend”*

<sup>1</sup> Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 6 juni 2011, ECLI:NL:GHAMS:2011:BQ9757 (Jeezet b.v. / Synpact Project Management Groep b.v.), rechtsoverweging 3.10.

*dient zorgvuldig te worden afgewogen tegen het belang van de vennootschap en de wens van de andere aandeelhouder(s) om de winst (geheel of gedeeltelijk) aan de reserves toe te voegen. In beginsel dient de winst aan de aandeelhouders te worden uitgekeerd, tenzij het vennootschappelijk belang vereist dat tot (gehele of gedeeltelijke) reservering van de winst wordt overgegaan. Het gedurende een onbepaalde tijd handhaven van een beleid waarbij alle winst wordt gereserveerd zal in het algemeen niet gerechtvaardigd zijn. Het dividendbeleid dient kenbaar te zijn voor de aandeelhouders en te worden gemotiveerd.*

Verschillende factoren kunnen het vennootschappelijk belang ingeval van winst-reservering invullen:<sup>2</sup>

- de grootte van de onderneming;
- de positie van de vennootschap binnen een groep van vennootschappen;
- de bedrijfseconomische en financiële positie (waaronder de liquiditeit) van de vennootschap;
- de algemene toestand van de marktsector of branche waarin de onderneming opereert;
- de prognoses van die sector of branche;
- de toekomstige verplichtingen van de vennootschap; en
- de plannen van de vennootschap.

## 2. Dividendbeleid

Het voorstel van PwC om tot een SMART dividendbeleid te komen is derhalve een goede manier om concreet invulling te geven aan de hierboven omschreven criteria uit de JeeZet beschikking. Wij haalden reeds aan dat er een zekere spanning kan ontstaan tussen de aandeelhouders en het bestuur/RvC ten aanzien van wat een prudente reserve is om aan te houden als onderdeel van de continuïteits-test. Een gezamenlijk gedragen dividendbeleid waarin is vastgesteld hoe de prudente reserve wordt meegenomen als onderdeel van de continuïteitstest helpt om eventuele geschillen hierover in de toekomst te voorkomen.

## 3. Prudente reserve voor tegenvallers

Zoals aangegeven in het PwC Memo ligt het voor de hand dat het PZEM bestuur (in samenspraak met de RvC) een voorstel doet voor dit gezamenlijke dividendbeleid omdat zij over de benodigde informatie beschikt om een inschatting te

---

<sup>2</sup> [R.A. Wolf, De kapitaalverschaffer zonder stemrecht in de BV \(Serie Van der Heijden Instituut nr. 116\), 7.5.4.2 Winstreservering.](#)

kunnen maken van de benodigde liquiditeit om de continuïteit van de onderneming te borgen, waaronder ook de omvang van een reserve om tegenvallers op te vangen. Het cash surplus blijft dan beschikbaar voor uitkering.

In het voorgestelde dividendbeleid is onder meer opgenomen dat een cash buffer wordt aangehouden voor het risico dat de kerncentrale noodgedwongen wordt gesloten voor 2033. De overige onderdelen van het voorgestelde dividendbeleid laten wij in dit memo onbesproken.

Deze voorstelde cash buffer betreft een in tijd aflopend bedrag dat 70% (gelijk aan het aandelenbelang dat PZEM houdt in EPZ) van de meerkosten (incl. eventuele tekorten in de door EPZ aangehouden amoveringsreserve) tengevolge van een onverhoopte voortijdige sluiting van de kerncentrale. Hoewel een voortijdige sluiting niet wordt verwacht, zijn er omstandigheden denkbaar die nopen tot een voortijdige sluiting. Dit betreft onzekere gebeurtenissen zoals nieuwe regulering of de uitval van een onderdeel van de centrale die resulteert in dusdanig hoge kosten dat reparatie niet opportuun is. Als bijvoorbeeld de turbine dient te worden vervangen, dan begrijpen wij dat de kosten daarvoor tientallen miljoenen kunnen bedragen en dat daardoor de centrale potentieel jaren stil zou komen te liggen

De gekozen benadering is conservatief omdat de omvang van de buffer niet wordt verminderd met de kans dat de onzekere gebeurtenis zich voordoet. Een andere benadering zou zijn om deze onzekerheid te verdisconteren door slechts een deel van de meerkosten als cash buffer aan te houden. De vraag is derhalve gerechtvaardigd in hoeverre deze conservatieve benadering past in de toepasselijke criteria om te komen tot een prudente reserve die de winstuitkeringen aan aandeelhouders beperkt. Het PwC Memo gaat niet in op deze vraag.

#### 4. Bepaling van de meerkosten bij voortijdige sluiting

Alvorens in te gaan op de gekozen conservatieve benadering bij het vaststellen van de cash buffer is tevens van belang om vast te stellen dat de amoveringsverplichtingen en eventuele meerkosten bij voortijdige sluiting van de kerncentrale, verplichtingen zijn van EPZ, niet van haar aandeelhouders. De belangrijkste categorie meerkosten betreft extra kosten voor de afkoop van nucleaire brandstof, opwerkingskosten en transportkosten die samenhangen met de voorwaarden in de leveringscontracten die EPZ heeft gesloten met derden. Op grond van de Tolling Overeenkomst tussen EPZ en PZEM Energy B.V. ("**PZEM Energy**"), is EPZ gerechtigd om 70% van deze kosten door te berekenen aan PZEM Energy. Aangezien PZEM hoofdelijk aansprakelijk is voor de verplichtingen van PZEM Energy uit de Tolling Overeenkomst met EPZ vanwege een afgegeven 403-verklaring, is het prudent om voor dit risico een cash buffer aan te houden.

De andere belangrijke post meerkosten bestaat uit eventuele tekorten die bij EPZ ontstaan vanwege het feit dat voortijdige sluiting van de kerncentrale tot verlies van inkomsten voor EPZ kan leiden omdat er geen elektriciteit meer wordt geproduceerd. In hoeverre EPZ recht houdt op inkomsten uit de Tolling Overeenkomst als de kerncentrale voortijdig sluit, vergt verdere studie. In ieder geval is relevant om te vermelden dat EPZ uit deze tolling inkomsten tot 2033 de benodigde amoveringsreserve opbouwt om zeker te stellen dat zij over voldoende financiële middelen beschikt om na 2033 de kerncentrale veilig te ontmantelen. Bij een voortijdige sluiting van de centrale kunnen tekorten ontstaan indien dat gepaard gaat met een verlies van inkomsten. Als EPZ haar inkomsten tot 2033 geheel behoudt, dan betekent dit dat er extra verliezen ontstaan bij PZEM Energy die wel de tolling fees blijft doorbetalen maar geen elektriciteit meer krijgt geleverd. Voor die verliezen is PZEM aansprakelijk op grond van de afgegeven 403-verklaring. Indien de tolling fees niet worden doorbetaald ontstaan er verliezen bij EPZ die kunnen resulteren in een situatie waarbij EPZ niet over voldoende financiële middelen beschikt om de kerncentrale veilig te ontmantelen.

In dat laatste geval bestaat er op grond van de geldende aandeelhoudersovereenkomst geen verplichting voor PZEM om de tekorten bij EPZ aan te vullen. In hoeverre er dergelijke financieringsverplichtingen voor PZEM bestaan op grond van andere overeenkomsten dan de Tolling Overeenkomst en de aandeelhoudersovereenkomst hebben wij niet onderzocht.

Ook zonder dergelijke contractuele financieringsverplichtingen kan EPZ bij tekorten haar aandeelhouders verzoeken om extra kapitaalinjecties te doen zodat EPZ over voldoende financiële middelen beschikt om de kerncentrale veilig te ontmantelen. In het voorgestelde dividendbeleid is de cash buffer voldoende om dergelijke tekorten aan te vullen, los van de vraag of dat contractueel verplicht is danwel het gevolg is van een beslissing om vrijwillig tot een extra kapitaalinjectie over te gaan op verzoek van EPZ.

##### 5. Motivering van de conservatieve benadering bij het vaststellen van de cash buffer

Het voorgestelde dividendbeleid voorziet in het aanhouden van een cashbuffer om meerkosten bij voortijdige sluiting van de kerncentrale te dekken. Hierbij wordt geen afslag gehanteerd die samenhangt met de onzekerheid dat de gedekte risico's zich voordoen. Er wordt ook geen rekening gehouden met de mogelijke afwezigheid van een afdwingbare verplichting om eventuele tekorten bij EPZ aan te vullen, voorzover nodig om te verzekeren dat EPZ over voldoende financiële middelen beschikt om de kerncentrale veilig te kunnen ontmantelen. Wel is meegenomen dat de cash buffer om het risico van een voortijdige sluiting van de kerncentrale af te dekken, jaarlijks wordt verlaagd tot nul in 2033.

Wij begrijpen dat deze benadering is gekozen vanwege de volgende specifieke omstandigheden (in willekeurige volgorde):

- a) Na de ontvlechting van Evides en de eventuele verkoop van de wholesale activiteiten, zal PZEM als concern geen andere activiteiten verrichten dan het houden van een 70% belang in EPZ en het afnemen van de elektriciteit die door EPZ wordt geproduceerd. Hierdoor zal PZEM geen andere winstgevende activiteiten meer hebben die het risico van meerkosten bij voortijdige sluiting van de kerncentrale kunnen dekken. Het is om deze reden dat het bestuur geen op basis van kansberekening gebaseerd scenario hanteert.
- b) Het meerderheidsbelang van PZEM in EPZ, en daarmee in de kerncentrale, brengt een bijzondere maatschappelijke verantwoordelijkheid met zich mee die rechtvaardigt dat PZEM als vennootschap te allen tijde over voldoende financiële middelen wil beschikken om aan haar verplichtingen te kunnen voldoen én de mogelijkheid heeft om eventuele tekorten bij EPZ vrijwillig aan te vullen, voor zover nodig om bij te dragen aan het vermogen van EPZ om de kerncentrale veilig te ontmantelen.
- c) PZEM is een Zeeuwse onderneming met voornamelijk Zeeuwse publieke aandeelhouders waardoor het lokale (veiligheids)belangen mag meewegen als vennootschappelijk belang.
- d) Door de cash buffer jaarlijks af te bouwen wordt ruimte gemaakt voor jaarlijkse substantiële winstuitkeringen aan de aandeelhouders.

### **Conclusie**

Het is onze inschatting dat de gekozen conservatieve benadering voor de cash buffer om het risico van voortijdige sluiting van de kerncentrale af te dekken als onderdeel van de continuïteitstest geen aanleiding geeft om aan te nemen dat daarmee een onjuist beleid wordt gevoerd door het bestuur van PZEM. Met de bovenstaande motivering voor de gekozen benadering en vastlegging daarvan in een dividendbeleid, wordt ons inziens voldoende gemotiveerd een prudente afweging gemaakt tussen het belang van de aandeelhouders bij uitkering van winst en het vennootschappelijk belang dat vereist dat er een cash buffer wordt aangehouden om 70% van de meerkosten van een onverhoopte voortijdige sluiting van de kerncentrale te dekken.

\*\*\*\*\*