



Voorstel verkoop Wholesale

Aan: de aandeelhouders van PZEM N.V.

Van: de Raad van Bestuur PZEM N.V.

Datum: 28 september 2022

Disclaimer

Onderdelen van dit voorstel tot verkoop kunnen niet openbaar gemaakt worden aangezien deze bedrijfsgevoelige informatie bevatten. De betreffende informatie die één onlosmakelijk geheel vormt met het onderstaande voorstel tot verkoop zal vertrouwelijk voor de aandeelhouders ter inzage worden gelegd. Om het onderstaande voorstel volledig te kunnen beoordelen dient eveneens kennis te worden genomen van de informatie die vertrouwelijk ter inzage wordt gelegd.

Samenvatting en gevraagde verzoek

De raad van bestuur (“**RvB**”) van PZEM N.V. (“**PZEM**”) heeft het voornemen, daartoe ondersteund door de raad van commissarissen (“**RvC**”), om de door PZEM (indirect) gehouden aandelen in het kapitaal van PZEM Pipe B.V. en PZEM Energy Company B.V. te verkopen aan EP Netherlands B.V., een 100% dochtermaatschappij van EP Power Europe A.S. (“**EPPE** of **Koper**”), een naamloze vennootschap naar Tsjechisch recht. EPPE is een dochtermaatschappij van Energetický a průmyslový holding (“**EPH**”).

Na instemming van de RvC, welke verkregen is op 22 september 2022, heeft de RvB van PZEM N.V. op 26 september 2022 een voorlopig koopcontract gesloten met Koper. Dit contract wordt ook wel een Sales and Purchase Agreement genoemd (“**SPA**”).

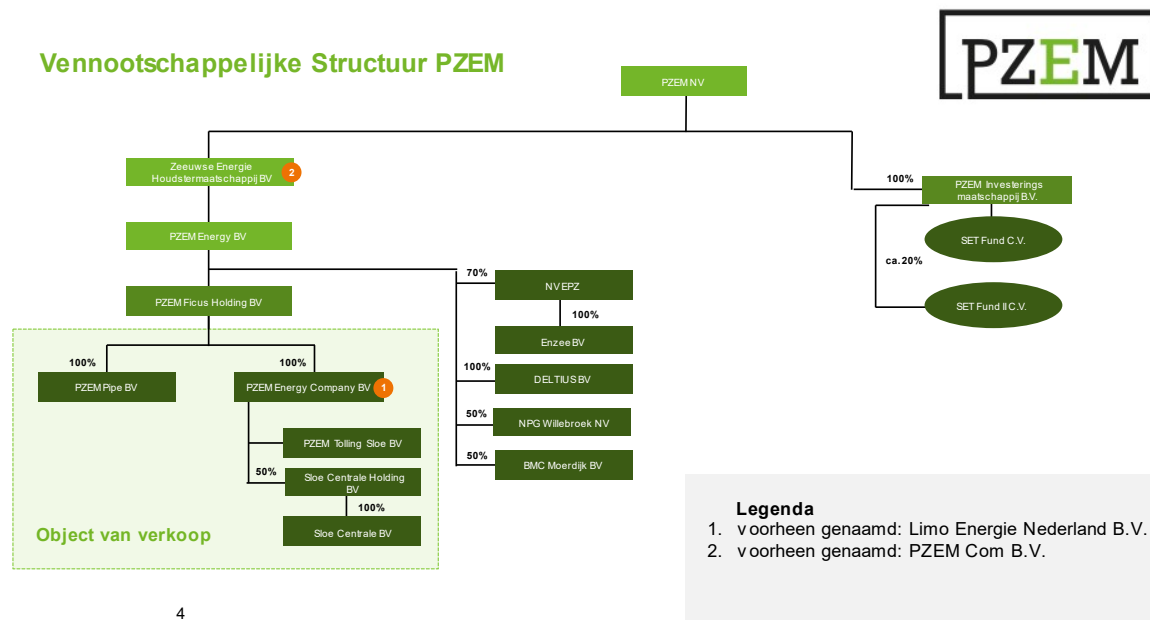
In overeenstemming met art. 20.2 sub b. van de statuten van PZEM wordt de goedkeuring verzocht van de Algemene Vergadering voor het voorstel van de RvB om over te gaan tot verkoop van het indirect door PZEM N.V. gehouden kapitaal in PZEM Pipe B.V. en PZEM Energy Company B.V. aan de Koper en onder de condities zoals in deze notitie zijn opgenomen. Uiterlijk 31 december 2022 dient deze goedkeuring te zijn verkregen.

Middels dit voorstel is de RvB van mening een passende invulling te geven aan de wens van de aandeelhouders op een wijze die eveneens aansluit bij de bedrijfsstrategie.

Inleiding

Het object van verkoop bestaat uit de door PZEM (indirect) gehouden aandelen in het kapitaal van PZEM Pipe B.V. (“**Pipe**”) en PZEM Energy Company B.V. (“**PEC**”), Pipe en PEC tezamen verder ook: “**Wholesale**”. PEC is eigenaar van een 50% belang in Sloe Centrale Holding B.V. (“**Sloe Centrale**”). Het andere 50% belang in Sloe Centrale is in handen van EDF. EDF heeft het voornemen om ook haar belang in de Sloe Centrale te verkopen aan Koper, gelijktijdig met de verkoop door PZEM. Verder bestaat PEC uit de Wholesale-activiteiten, waaronder de leverings- en handelsactiviteiten vallen. De PEC-medewerkers zijn in een eerder stadium op grond van de Wet overgang onderneming overgegaan van PZEM naar PEC; zij zijn momenteel dus bij de laatstgenoemde entiteit in dienst. PZEM Pipe B.V. is eigenaar van de Zuid-Beveland-Leiding (“**ZBL**”). De ZBL is een private buisleiding tussen het landelijke GTS netwerk en de Sloe Centrale. Het gas voor de Sloe Centrale wordt hierdoor aangevoerd.

Het onderstaande overzicht geeft de te verkopen en achterblijvende onderdelen weer:



Zoals gesteld wordt de verkoop overeen gekomen in een SPA waarin de prijs en overige condities voor de voorgenomen transactie zijn vastgelegd.

Deze SPA is onder een aantal opschortende voorwaarden aangegaan, die nader zijn omschreven in dit voorstel onder het kopje "De belangrijkste elementen uit de SPA". De goedkeuring van de transactie door Algemene Vergadering van PZEM is één van de opschortende voorwaarden in de SPA. Alle opschortende voorwaarden moeten worden vervuld voordat de aandelen in PEC en PIPE daadwerkelijk worden overgedragen aan EP Nederlands B.V. tegen gelijktijdige betaling van de koopprijs.

Omdat de PZEM-naam meegaat naar de kopende partij zal PZEM N.V. als het achterblijvende lichaam de naam ZEH N.V. (“**ZEH**”) krijgen. Deze naam staat voor Zeeuwse Energie Houdstermaatschappij. In dit lichaam blijven de resterende onderdelen van het huidige PZEM N.V. achter.



De beoogde koper EPH is een leidend Europese energiebedrijf met activiteiten in Tsjechië, Slowakije, Duitsland, Italië, Ierland, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Zwitserland. Het hoofdkantoor is gevestigd in Praag. EPH is een verticaal geïntegreerd energiebedrijf met activiteiten in de gehele energie waarde-keten. Te denken valt aan activiteiten op het gebied van elektriciteitsproductie, mijnbouw, warmte opwek, handel, levering, gastransport en opslag. EPH beschikt over een brede portefeuille aan productie activa middels kolen, gas en biomassa. In de afgelopen jaren heeft EPH meerdere overnames gedaan, van zowel individuele productiecentrales als bedrijven, waaronder het Duitse STEAG Power Minerals, twee kolencentrales in Frankrijk van Uniper en een warmtecentrale en energieopslagfaciliteit in Noord-Ierland van The AES Corporation. In zijn totaliteit werken er ruim 24.000 medewerkers voor de groep. De de facto eigenaar van EPH is de heer Kretinsky. De heer Kretinsky is een Tsjechische ondernemer met een groot aantal investeringen ook buiten de energiesector. Zo is hij onder andere groot aandeelhouder in Post NL, de Engelse Royal Mail en heeft hij belangen in Macy's, Sainsbury, Metro AG en Le Monde. Ook is hij mede-eigenaar van enkele voetbalclubs. Nauta Dutilh heeft een onderzoek gedaan naar de uiteindelijke belanghebbende ('Ultimate Beneficial Owner', "UBO") van de kopende partij. Hier zijn geen redenen gevonden welke de transactie in de weg zouden moeten staan.

De twee voornaamste dochtermaatschappijen van EPH zijn:

EP Infrastructure ("EPIF"). De activiteiten van EPIF bestaan met name uit gas- en elektriciteitsdistributie in Slowakije, gastransmissie in Slowakije, gasopslag in Tsjechië, Slowakije en Duitsland en warmte-infrastructuur in Tsjechië. EPH heeft een 69% belang in EPIF, het resterende belang wordt (indirect) gehouden door Macquarie Infrastructure.

EP Power Europe ("EPPE") concentreert zich op de ontwikkeling van een gebalanceerde portefeuille van elektriciteitsproductie activiteiten in Europa. EPPE beschikt over activa in voornamelijk Italië, het Verenigd Koninkrijk, Ierland, Slowakije, Frankrijk en Duitsland. De activiteiten zijn geconcentreerd in de meeste landen om ons heen maar EPPE heeft momenteel nog geen activiteiten in Nederland. EPH heeft aangegeven de acquisitie van PZEM Wholesale als een mogelijkheid te zien om de Nederlandse markt te betreden en het PZEM-platform als een springplank te gebruiken voor verdere groei van de EPPE activiteiten in ons land. Momenteel kijkt EPH dan ook actief rond om aanvullende acquisities te doen in Nederland.

In dit voorstel kijken we naar de volgende onderdelen:

- De rationale achter de verkoop
- De onzekere marktomstandigheden
- Het verkoopproces
- De onderhandelingen
- De verkoopprijs
- De belangrijkste elementen uit de Sale and Purchase Agreement
- De resterende organisatie en bedrijfsonderdelen na verkoop
- Risico's en margin verplichtingen
- De governance van het achterblijvende deel
- Het advies van de Ondernemingsraad van PZEM
- De overwegingen van de Raad van Commissarissen
- De gevolgen van verkoop Wholesale voor het dividendbeleid van PZEM
- Het alternatieve scenario (indien de aandeelhouders de verkoop niet goedkeuren)

De rationale achter de verkoop

De verkoop van Wholesale is ingegeven door de aandeelhoudersstrategie uit 2017. In deze strategie werd de wens geuit tot direct aandeelhouderschap in Evides hetgeen inmiddels is gerealiseerd. Er werd aangedrongen op een inmiddels eveneens gerealiseerde herstructurering welke de vervreemding van de Wholesale activiteiten moest faciliteren. De aandeelhouders hebben de wens uitgesproken om een verkoop van de Wholesale activiteiten van PZEM te realiseren omdat de verkoop en handel in energie geen publieke taak is en een risicoprofiel heeft dat beter past bij private aandeelhouders. Deze wens van de aandeelhouders past ook bij de ondernemingsstrategie zoals vastgesteld door de RvB van PZEM.

Om een verkoop van Wholesale überhaupt mogelijk te maken is in 2021 een complexe herstructurering gestart om deze activiteiten onder te brengen in twee separate tussenholdings, met als doel om de Wholesale-activiteiten te kunnen verkopen in de vorm van een verkoop van de aandelen in de tussenholdings. Deze herstructurering is in mei 2022 afgerond. Bij de vervreemding van de activiteiten staat reductie van risico's en optimalisatie van de opbrengsten, alsmede dealzekerheid en werkgelegenheid centraal.

De aandeelhoudersstrategie, gericht op beperking van risico, beperkt de verdere ontwikkeling middels investeringen en daarmee op lange termijn de continuïteit van het bedrijf. Een energiebedrijf moet blijven investeren in op zich risicovolle activiteiten om toekomstige winstgevendheid en continuïteit te kunnen realiseren. Vanuit het bestuur wordt de aansluiting bij een commerciële partij dan ook onderschreven. De RvB kijkt vanuit het bedrijfsbelang positief tegen de beoogde koper van Wholesale. Koper heeft nog geen activiteiten in Nederland waardoor de kans dat het bedrijf behouden blijft in Zeeland groot is. Ook wil het bedrijf verder investeren en daarmee groeien, hetgeen ook positief is voor de verdere ontwikkeling en toekomstbestendigheid van het bedrijf. Onderzoek naar eerdere acquisities van de beoogde koper geeft aan dat het bedrijf de lokale autonomie doorgaans respecteert. Hoewel deze zaken niet contractueel kunnen worden afgedwongen – en hierover dus ook geen zekerheid kan worden gegeven - lijkt de partij goed aan te sluiten bij de huidige bedrijfsstrategie van Wholesale.

De onzekere marktomstandigheden

De adviseurs van de RvB van PZEM geven aan dat momenteel lopende overname-transacties in de energiesector vertraging oplopen of worden afgeblazen. Ook ons verkoopproces verloopt veel trager dan initieel voorzien. De exponentiële prijsontwikkeling welke zich vanaf midden 2021 voltrekt en de hiermee gepaard gaande marktdynamiek is hier debet aan. De duur van de achterliggende geopolitieke spanningen is onbekend en de uiteindelijke effecten die dit op de gesplitste onderdelen van PZEM gaat hebben is niet op voorhand volledig te overzien. Onder andere in verband met deze ontwikkelingen hebben wij zorgvuldigheid boven snelheid verkozen in het verkoopproces.

Op nationaal en internationaal niveau worden inmiddels maatregelen genomen welke uiteindelijk de druk op de samenleving moeten gaan verlichten. Het opnieuw nationaliseren van eerder geprivatiseerde energiebedrijven vormt onderdeel van deze maatregelen. Te denken valt aan de vrijwel volledige nationalisering van EDF en Uniper door respectievelijk de Franse en Duitse staat. Daarnaast wordt ook overheidssteun met een omvang van vele miljarden euro aangeboden aan een groot aantal andere energiebedrijven in onder andere Zweden, Finland, Tsjechië en Zwitserland. Dit om deze bedrijven actief te kunnen steunen, systeemfalen te voorkomen en meer controle te behouden over de elektriciteitsvoorziening. Ook EPH lijkt te kwalificeren voor financiële steun van de Tsjechische overheid, maar heeft hier voorsnog geen gebruik van gemaakt. Wel heeft EPH, evenals

twee andere Tsjechische energiebedrijven, een lening tegen relatief gunstige voorwaarden ontvangen vanuit de Tsjechische overheid. Aangaande staatssteun aan EPH kunnen we vaststellen dat dit laatste punt de transactie naar eigen zeggen van EPH, niet in de weg lijkt te staan.

Verder materieel overheidsingrijpen in de marktwerking welke momenteel op Europees niveau in voorbereiding is lijkt niet onrealistisch. Wat de precieze effecten gaan zijn, hoe en wanneer deze maatregelen worden uitgewerkt en geïmplementeerd en wat de effecten daarvan voor PZEM zullen zijn is volstrekt onzeker. Er zijn bij de RvB geen signalen ontvangen dat de ontwikkelingen van nationalisatie en verder overheidsingrijpen, dan wel directe controle op het enige nog in publieke handen zijnde energiebedrijf aanleiding zouden zijn om tot een aanpassing van de aandeelhoudersstrategie te komen. De RvB heeft bij de AHC gesondeerd of er vanuit de Rijksoverheid vragen bij de huidige aandeelhouders zijn gesteld om in deze onzekere tijden het laatste energiebedrijf in publieke handen te willen behouden. Dit lijkt niet het geval te zijn geweest.

Het verkoopproces

Reeds tijdens de herstructurering is een veiling proces opgezet om een marktconforme prijs te krijgen voor de te verkopen aandelen, rekening houdend met geldende staatssteunregels. Tevens is rekening gehouden met de rechten van derden die ontstaan door een verkoop van deze aandelen, in het bijzonder het recht van EDF om haar 50%-belang in de Sloe Centrale onder dezelfde voorwaarden mee te mogen verkopen en de verschillende zekerheden die zijn verstrekt door PZEM N.V. ten behoeve van de Wholesale business. Deze zekerheden dienen te worden beëindigd bij een verkoop van de aandelen met instemming van de partijen die deze zekerheden (bankgaranties, parent company guarantees en cash collateral voor prijs hedges) hebben ontvangen. Omdat derden medewerking moeten verlenen aan overdracht van de hen betreffende contracten en deze derden dat slechts zullen doen nadat ze weten wie de aandelen verkrijgt, is enige onzekerheid over het al dan niet verkrijgen van deze instemming een onvermijdbaar onderdeel van de voorwaarden van de transactie.

Gedurende het verkoopproces zijn de markten waarin PZEM acteert drastisch veranderd. Naast het feit dat dit operationele aandacht heeft gevraagd heeft dit ook het verkoopproces extra ingewikkeld gemaakt. De verkoop is uitgewerkt onder de meest uitdagende omstandigheden die de sector heeft gezien. De marktomstandigheden hebben nieuwe risico's aan het licht gebracht zoals margin verplichtingen van ongekende omvang. Ook werd het waarderen van de te verkopen activiteiten veel moeilijker door de enorme prijsstijgingen en significant hogere resultaten. Zo zullen we in 2022 ons budget voor de betreffende activiteiten meer dan ruimschoots gaan overtreffen. Dit is voor een belangrijk deel het gevolg van de situatie in de Oekraïne. We zien echter ook ontwikkelingen die een meer structureel karakter hebben zoals de toenemende behoefte aan regelvermogen. Deze toenemende behoefte aan regelvermogen komt voort uit het toenemende aandeel moeilijk voorspelbare wind- en zonproductie in de energiemix. Deze ontwikkeling, en speerpunt in onze bedrijfsstrategie, voorspellen we reeds jaren en materialiseert zich nu. Daarmee lijkt de onderwaardering van flexibel regelvermogen te einde te zijn gekomen.

PZEM heeft zich in het verkoopproces laten bijstaan door adviseurs van KPMG, KPMG Meijburg, Nauta Dutilh en Roland Berger. In nauw overleg met deze adviseurs is gekozen voor verkoop langs de weg van een veiling, ook wel "controlled auction" genoemd. Dit is de meest geëigende manier om tot de hoogste waarde te komen maar was tevens een vereiste omdat het hier de vervreemding van een staatsdeelneming betreft en hier per definitie naar waarde maximalisatie moet worden gestreefd om een latere discussie over eventuele staatssteun te voorkomen. Aangaande staatssteun hebben we ons laten adviseren door Nauta Dutilh.

KPMG heeft in juli en augustus 2021 de markt gepolst of er belangstelling voor aankoop van Wholesale bestond door het uitsturen van een zgn. “teaser”, gericht tot een zorgvuldig in kaart gebrachte groep van 68 potentiële kopers. Van de 68 initieel benaderde partijen hebben 29 partijen aangegeven de aankoop van Wholesale nader te willen onderzoeken en nadat deze partijen een geheimhoudingsovereenkomst hadden getekend, ontvingen zij een beschrijving van het te doorlopen proces (de “process letter”) en een Information Memorandum (“IM”), een uitgebreide beschrijving van de relevante bedrijfseconomische, financiële en overige aspecten van Wholesale. Vervolgens werd hen een tijd gegund dit te bestuderen en dan te besluiten of ze een indicatief, niet-bindend bod zouden willen uitbrengen. Zo'n formeel indicatief bod is in oktober 2021 uitgebracht door negen partijen, van diverse aard. Zowel financiële partijen (investeringsmaatschappijen, private equity etc.) als ook strategische partijen wierpen zich op als kandidaat voor de aankoop. Uit de ontvangen niet-bindende biedingen zijn de drie meest aantrekkelijke partijen geselecteerd voor de tweede fase van het proces. Deze partijen kregen vervolgens toegang tot aanvullende informatie, welke beschikbaar werd gesteld door PZEM in een zgn. “virtuele dataroom”. Deze fase van het proces wordt de Due Diligence (“DD”) fase genoemd. De kandidaat-kopers moeten met gepaste zorgvuldigheid (‘due diligence’) actief onderzoek doen naar alle aspecten van de staat van Wholesale. Daarbij is er een financieel VDD-report opgesteld door KPMG Transaction Services, op basis waarvan de kopers een diepgaand inzicht konden verkrijgen in de historische financiële performance van het bedrijf. Er is door PZEM veel tijd besteed aan het vullen van de dataroom met (gescande) kopieën van allerhande documenten (juridisch, corporate, geredigeerde contracten, financieringsdocumentatie, informatie over personeel en pensioenen, vergunningen, assets/panden/gronden/zakelijke rechten. etc.). Gedurende de periode dat de kandidaat bidders toegang hadden tot de dataroom zijn honderden vragen gesteld die allen door PZEM en het Sloe Centrale management zijn beantwoord. Ook hebben alle kandidaten en/of hun adviseurs gedurende de DD periode bedrijfsbezoeken gebracht om zich ter plekke over de staat van de organisatie en de installaties te vergewissen, hebben diverse presentaties plaatsgevonden door het management van PZEM en hebben tal van Q&A- en expertsessies plaatsgevonden. Gedurende het gehele proces is de RvB van PZEM nauwgezet geïnformeerd en heeft aldus kunnen zorgen voor aansturing van het proces. In deze periode ontstond een steeds volatielere situatie op de Nederlandse en Europese energiemarkten, wat een significante impact op het verkoopproces heeft gehad. De hoge en volatiele energieprijzen hebben namelijk geleid tot hogere bedrijfswinsten, maar ook tot hogere kapitaalvereisten en grotere onzekerheid.

Uiteindelijk hebben twee partijen op 21 februari 2022 een bindend bod uitgebracht op Wholesale. Bij de beoordeling van deze bindende biedingen zijn de volgende beoordelingscriteria gehanteerd: prijs voor de aandelen, transactie zekerheid & structuur, impact op de (lokale) werkgelegenheid en het effect op de bredere lokale economie. Na beoordeling van de ontvangen biedingen werd geconcludeerd dat één van beide biedingen op alle criteria beter of minimaal gelijk scoorde en het beste invulling zou geven aan de wens van de aandeelhouders om te desinvesteren.

De RvB van PZEM concludeerde dat de betreffende bieding voldoende aanknopingspunten bood om op exclusieve basis de volgende fase in te gaan. Wel deed het voorliggende bod in de ogen van de RvB onvoldoende recht aan de toegenomen waarde van Wholesale. Tevens dient vermeld te worden dat er bij de RvB regelmatig twijfel is ontstaan over de timing van de verkoop. De marktomstandigheden zijn zeer extreem en zonder enige referentie wat de scenario's naar de toekomst bijzonder onduidelijk maakt.

De onderhandelingen

Onder andere door de sterk gestegen energieprijzen en verbeterde resultaten in de aanloop naar en de periode na de bindende bieding, is gedurende de onderhandelingen door de RvB van PZEM

vastgesteld dat de voorliggende bieding op dat moment onvoldoende was. Om een second opinion op de beoordeling van de (financiële) voorwaarden van de bieding te ontvangen alsmede inzicht te verkrijgen in de aantrekkelijkheid van mogelijke strategische alternatieven, is aan consultancy organisatie Roland Berger gevraagd om hiervan een analyse uit te voeren. Naar aanleiding van de conclusies van Roland Berger hebben de aandeelhouders, middels de Aandeelhouderscommissie (“AHC”) en de adviseur van de aandeelhouders van PZEM, aan de RvB gevraagd de onderhandelingen voort te zetten om zodoende een hogere koopprijs te bedingen van Koper, waarbij het risico werd geaccepteerd dat daarmee het verkoopproces mogelijk ten einde zou komen.

Naar aanleiding van de vervolggesprekken in juni 2022 en gesteund door de voor PZEM positieve marktontwikkelingen heeft Koper haar oorspronkelijke bieding verhoogd tot een niveau wat op basis van de hiervoor genoemde analyses als acceptabele waarde was vastgesteld om een reële kans te hebben dat het bod, in combinatie met de overige voorgestelde voorwaarden voor de transactie, steun zou krijgen van de RvB, RvC en aandeelhouders. Op grond hiervan is door de RvB besloten dat het hernieuwde bod voldoende aanknopingspunten bood om verder te onderhandelen.

Hoewel het niveau van het bod van de Koper in lijn lag met het door de AHC en de adviseur van de aandeelhouders op basis van de uitgevoerde scenarioanalyses als acceptabel bepaalde niveau, dient te worden benadrukt dat na de rapportage van Roland Berger de energieprijzen nog sterk zijn doorgestegen en de volatiliteit op de energiemarkt verder is toegenomen. De extreme volatiliteit op de energiemarkt maakt het onmogelijk om een accurate inschatting te maken van de prijsontwikkelingen in de toekomst. Vooral de komende winter is de prijsontwikkeling door de geopolitieke situatie rondom Rusland hoogst onzeker. Ook verdere ingrepen door overheden om beheersing van de energieprijzen te bewerkstelligen zijn op dit moment onduidelijk. Hiermee is het tevens onzeker of de sterke financiële resultaten zoals gerealiseerd in 2021 en naar verwachting zullen worden gerealiseerd over 2022 kunnen worden gecontinueerd of dat de resultaten op termijn mogelijk weer verslechteren.

Bij het aangaan van een transactie met Koper in september, is de verwachte doorlooptijd voor regulatoire meldingen, goedkeuring door de PZEM-aandeelhouders en de processen rondom de vereiste medewerking van derden ongeveer drie maanden. De daadwerkelijke overdracht van de aandelen zal dan naar verwachting per januari 2023 of kort daarna plaatsvinden.

In de komende wintermaanden is de prijsonzekerheid mede als gevolg van de huidige geopolitieke ontwikkelingen maximaal. Er bestaat door deze prijsonzekerheid een risico dat (achteraf) op de korte tot middellange termijn kan worden vastgesteld dat de door Koper geboden prijs niet een goede weerspiegeling blijkt te zijn van de waarde van het bedrijf, al blijft het gezien de complexe structuur en aard van de activiteiten en daarnaast de zeer volatiele energieprijzen lastig om een objectief oordeel te vellen over de marktconforme waarde van de Wholesale-activiteiten. Afhankelijk van de verdere prijsontwikkeling kan dan blijken dat de aandelen voor een (veel) te lage prijs of een (hele) hoge prijs zijn verkocht. Het is zaak dat de aandeelhouders zich ten volle bewust zijn van deze onzekerheid¹ en zich hierover te laten adviseren en bij te laten staan door (een) onafhankelijke adviseur(s), op verschillende gebieden, waaronder financieel en juridisch. Dit voorstel dient uitdrukkelijk ook niet beschouwd te worden als een advies van de RvB van PZEM aan de aandeelhouders om al dan niet te besluiten om goedkeuring te geven aan de verkoop. Dit is een afweging die de aandeelhouders zelf moeten maken.

Gedurende het verkoopproces en de onderhandelingen is de AHC in het bijzijn van haar adviseur regelmatig op de hoogte gehouden van de belangrijkste ontwikkelingen. De AHC heeft op maandag

¹ In dit kader is het goed om het proces rond de verkoop van afvalverbrander Attero zoals beschreven in het rapport van de Zuidelijke Rekenkamer er op na te slaan.



20 juli jl. overleg gevoerd met de Koper over diens intenties met de te kopen bedrijfsonderdelen. PZEM had in het aankoopproces de Koper ook nadrukkelijk gevraagd hieraan zijn medewerking te verlenen. De aandeelhouders zijn tijdens de (B)AvA's op 18 november 2021 en 1 juni 2022 geïnformeerd over het verkoopproces.

De verkoopprijs

De te verkopen activiteiten en bezittingen zijn relatief divers en de resterende looptijd van de contracten en levensduur van de assets loopt sterk uiteen. Zo lopen de (verlieslatende) Zuidwending gasopslagcontracten tot eind 2025 en heeft de Sloe Centrale een verwachte levensduur tot medio 2037.

Door de diverse aard van de activiteiten is aan de geïnteresseerde partijen verzocht om de biedingen te specificeren naar de diverse bedrijfsonderdelen. Daarnaast zijn er mede door de sterk gewijzigde en volatiele marktomstandigheden gedurende het verkoopproces diverse (deels) variabele koopprijs-elementen uit onderhandeld in aanvulling op een vaste basisprijs, om PZEM mee te laten profiteren van de onzekere maar mogelijk positieve resultaten in de periode na afronding van de transactie.

Voor 2022 geldt dat de zeer volatiele en onzekere marktomstandigheden naar verwachting tot een uitzonderlijke hoge winstgevendheid zullen leiden. Op basis van het gehanteerde koopprijsmechanisme en de beoogde 'Closing' van de transactie per begin 2023 komen de uiteindelijke resultaten over geheel 2022 nog volledig ten gunste van PZEM.

De uiteindelijk tot stand gekomen koopprijs reflecteert dan ook de verwachte waarde van de te verkopen activiteiten per begin 2023. De verwachte koopprijs vrij van (overtollige) liquiditeit en overige niet-operationele activa en passiva, ook wel de ondernemingswaarde genoemd, bedraagt circa 150 miljoen euro. Hiervan betreft ruim 110 miljoen euro een vaste (minimale) prijs en is circa 40 miljoen euro nog gedeeltelijk afhankelijk van de resultaten in de komende twee jaar, waardoor dit laatste bedrag nog iets hoger of lager uit zou kunnen vallen.

Op basis van de huidige balansposities van de te verkopen entiteiten en het verwachte resultaat over de resterende maanden in 2022 bedraagt de verwachte koopprijs voor de aandelen, ook wel de aandeelhouderswaarde genoemd, circa 185 miljoen euro exclusief 20 miljoen euro mogelijke earn-out, welke additioneel zal worden ontvangen indien de resultaten over 2023 en 2024 min of meer in lijn liggen met de huidige verwachtingen. Indien voorafgaand aan de transactie (overtollige) liquiditeit uit de entiteiten wordt uitgekeerd, zal dit euro voor euro op de koopprijs worden aangepast.

Specificatie verwachte koopprijs

Bedragen in EURm	Ondernemings- waarde*	Saldo niet-operationele activa en passiva **	Aandeelhouders- waarde
	31 december 2022	31 december 2022	31 december 2022
Koopprijs Wholesale	150	55	205

* Waarvan ±10 miljoen afhankelijk van de waardeontwikkeling van de hedges en inclusief maximaal 20 miljoen euro earnout over 2023 en 2024

** Verwachting op basis van de huidige balansposities en prognose voor het restant van 2022

Afgezet tegen de gerealiseerde operationele resultaten in de periode 2018-2021, waarbij 2018-2020 verlieslatende jaren waren en er alleen in 2021 een positief resultaat is gerealiseerd, kan worden gesteld dat de voornoemde prijs relatief hoog is. Echter, de positieve ontwikkeling van de resultaten richting eind 2021 en met name in de loop van 2022, als gevolg van het feit dat PZEM sterk heeft kunnen profiteren van de hoge volatiliteit van de energieprijzen, wordt niet als structureel beoordeeld door de Koper en derhalve slechts ten dele gereflecteerd in de verkoopprijs. Gezien de hoge mate van

onzekerheid met betrekking tot de resultaten in de komende jaren, in het bijzonder ten aanzien van de Sloe Centrale, is dit niet onlogisch. Wel dient opgemerkt te worden dat indien de financiële resultaten in de komende jaren op hetzelfde niveau zouden blijven als in 2022, de totale opbrengsten voor de aandeelhouders bij het aanhouden van de onderneming mogelijk significant hoger zouden kunnen uitvallen dan bij de verkoop tegen de overeengekomen verkoopprijs. Vanzelfsprekend dient dit te worden afgewogen tegen de kans dat de resultaten terugvallen naar significant lagere of zelfs verlieslatende niveaus zoals in 2018-2020, alsmede de overige beoordelingscriteria zoals uiteengezet in dit memo waaronder toekomstperspectief voor de onderneming, werkgelegenheid en risicomitigatie.

Als gevolg van de transactie zal er een boekverlies worden gerealiseerd van naar verwachting circa 150 miljoen euro. Dit wordt veroorzaakt doordat de boekwaarde van de te verkopen activiteiten hoger is dan de verkoopprijs. Een significant deel van dit verwachte boekverlies is gerelateerd aan de Sloe Centrale, aangezien de huidige boekwaarde van de centrale (historische bouwkosten minus afschrijvingen) relatief hoog is. Voor de overige activiteiten resulteert het boekverlies met name door de hoge kapitaalbehoefte ten opzichte van de verwachte winstgevendheid op de middellange en lange termijn.

De belangrijkste elementen uit de SPA

De SPA behelst het bereikte onderhandelingsresultaat tussen PZEM en Koper. De onzekere marktomstandigheden en de noodzaak om medewerking te verkrijgen van EdF voor de verkoop van het 50% belang in Sloe Centrale Holding B.V., maken dat de SPA bovengemiddeld complexe afspraken bevat, waarvoor geen precedent bestaat. De complexiteit van de afspraken (bijv. een earn-out regeling, het vormgeven van de regelingen om mogelijk te maken dat EdF haar belang in de Sloe Centrale Holding B.V. mee kan verkopen aan Koper tegen dezelfde voorwaarden op grond van haar 'tag-along' recht in de Sloe aandeelhoudersovereenkomst, alsmede de afspraken en (betalingsgarantie) om het kredietrisico van PZEM op PEC vanwege margin verplichtingen bij gesloten prijs hedges te mitigeren) maken dat er een verhoogd risico (vergeleken met een minder complexe SPA) bestaat op eventuele geschillen tussen PZEM en Koper over de uitleg van de vastgelegde afspraken in de SPA.

De belangrijkste onderwerpen uit de SPA betreffen de volgende:

1. De koopprijs bestaat uit de volgende elementen:
 - (i) de "PZEM Scope Purchase Price" – een prijs voor de "trading" en "B2B" activiteiten en PZEM Pipe B.V., nader te bepalen op basis van een Closing accounts mechanisme op 31 december 2022
 - (ii) de "Sloe Scope Purchase Price" – een prijs voor de aandelen in Sloe Centrale Holding B.V. (en indirect Sloe Centrale B.V.) en PZEM Tolling Sloe B.V., nader te bepalen op basis van een Closing accounts mechanisme op 31 december 2022
 - (iii) een "Additional Amount" – "locked box" rente vanaf 1 januari 2023 tot Closing
 - (iv) de "Deferred Payment Amount" – een uitgestelde koopprijs van 40 miljoen euro, die betaald zal worden in drie jaarlijkse termijnen van 13,3 miljoen euro of mogelijk op Closing zal worden betaald als "Discounted Deferred Payment Amount" van 34,4 miljoen euro
 - (v) de "Earn-Out Amount" – een earn-out afhankelijk van de financiële resultaten over de boekjaren 2023 en 2024 van de "trading" en "B2B" activiteiten en PZEM Pipe B.V.
2. Zekerheden met betrekking tot betaling van de koopprijs
"Deferred Payment": bankgarantie. Overige betalingsverplichtingen onder de SPA vallen onder een "parent company guarantee" die is afgegeven voor EPPE voor een maximum bedrag van 300 miljoen euro. Bovendien geldt een zogenaamde 'equity retention' verplichting die Koper verbiedt om tot en met 31 maart 2024 dividenduitkeringen te doen of daarmee

vergelijkbare rechtshandelingen te verrichten waardoor de solvabiliteit/kredietwaardigheid van PEC en PIPE zou kunnen verslechteren.

3. Zekerheden met betrekking tot terugstorten margin:
 - a. "Parent Company Guarantee" afgegeven door EPPE voor een maximum bedrag van 315 miljoen euro (aflopend tot 175 miljoen euro per 1 januari 2024) – Zie hieronder onder "risico's en margin verplichtingen".
 - b. Omdat ook EPPE kredietrisico loopt op PZEM na Closing vanwege de margin verplichtingen, stelt PZEM N.V. zich garant voor de verplichtingen van PZEM Ficus Holding B.V. (als verkoper onder de SPA) en geeft PZEM N.V. een zogenaamde "Keep Well Statement" af aan EPPE. In deze Keep Well Statement verplicht PZEM N.V. zichzelf om tot 1 juni 2024 (a) geen dividend uit te keren aan haar aandeelhouders zonder toestemming van EPPE en (b) geen capex investeringen te doen van meer dan 40 miljoen euro per jaar. Op deze verplichtingen zijn twee uitzonderingen bedongen, namelijk dat PZEM N.V. in 2023 maximaal 100 miljoen euro dividend mag uitkeren aan haar aandeelhouders en dat capex investeringen voor de kerncentrale (bijvoorbeeld reparatie) onbeperkt zijn toegestaan.
4. Opschortende voorwaarden voor Closing: die uiterlijk op 1 maart 2023 moeten zijn vervuld:
 - a. goedkeuring Algemene Vergadering PZEM
 - b. advies OR,
 - c. goedkeuring mededingingsautoriteiten (Europese Commissie)
 - d. goedkeuring van de overdracht van de aandelen in Sloe Centrale Holding B.V. door de Minister van Economische Zaken en Klimaat (en mogelijke opvolgende FDI goedkeuringen)
 - e. het vrijgeven van PZEM N.V.'s en PZEM Energy B.V.'s (garantie)verplichtingen onder de "Credit Agreement" ten aanzien van Sloe Centrale B.V. (door de banken)
 - f. het vrijgeven van PZEM N.V.'s en PZEM Energy B.V.'s (garantie)verplichtingen onder de aandeelhoudersovereenkomst met EDF ten aanzien van Sloe Centrale B.V. (door EDF)
 - g. het vrijgeven van PZEM N.V.'s (garantie)verplichtingen onder de meest materiële letters of comfort ten aanzien van haar "wholesale business"
 - h. het aangaan van een vaststellingsovereenkomst met de Belastingdienst in verband met het beëindigen van de initiële fiscale eenheid
 - i. het aangaan van een "credit support annex" ten aanzien van het maximeren van PZEM N.V.'s (liquiditeit)"exposure" in verband met de te storten "margin" verplichtingen (zoals hieronder nader toegelicht)
5. MAC: het recht voor de Koper om de overeenkomst te beëindigen in de periode van 26 september 2022 tot aan Closing in geval van een materieel technisch defect van de Sloe Centrale die dusdanig is dat de Sloe Centrale 45% minder zal leveren gedurende een periode van minimaal zes maanden of liquidatie, afwikkeling van activiteiten of faillissement van één van de te verkopen vennootschappen (onderwerp van onderhandelingen en afstemming EdF). In dit geval is de Koper aan de verkoper een "break-fee" verschuldigd van 1 miljoen euro.
6. Garanties: gebruikelijke fundamentele garanties en "business garanties" voor zowel de "PZEM Scope" als de "Sloe Scope" per ondertekening en per "Closing Accounts Date" (31 december 2022) . Indien zich een inbreuk op de "business garanties" voordoet in de periode tussen 26 september 2022 en 31 december 2022, is dit een risico voor PZEM dat is beperkt door de volgende afspraken: (a) door het herhalen van de "business garanties" per de Closing Accounts Date (in plaats van de meer gebruikelijke Closing Date) is het risico in tijd beperkt en bovendien vallen die risico's daardoor in de periode dat de onderneming nog voor rekening en risico van PZEM komt, (b) bepaalde garanties (buiten de invloedssfeer van PZEM) kunnen worden bekendgemaakt aan Koper en deze bekendmaking of disclosure ontslaat PZEM van

aansprakelijkheid en (c) indien een inbreuk van garanties zich voordoet voor de Closing Accounts Date met een schade van meer dan 25 miljoen euro, dan heeft PZEM het recht alsdan de SPA te beëindigen en de transactie niet door te laten gaan. In ruil voor dit weglooptrecht, heeft Koper bedongen dat zij in een dergelijk geval het recht heeft om alsnog tot Closing over te gaan tegen vermindering van de koopprijs met 25 miljoen euro én kwijtschelding van eventuele aansprakelijkheid boven de 25 miljoen euro.

7. Vrijwaring: gebruikelijke fiscale vrijwaring.
8. Drempel voor claims: 50.000,= euro, indien het aantal claims onder 50.000,= euro totaal meer dan 250.000,= euro, bedragen kan Koper deze wel verhalen op PZEM.
9. De maximale totale aansprakelijkheid van PZEM onder de SPA is beperkt tot 300 miljoen euro; de maximale aansprakelijkheid van PZEM onder de "PZEM Scope" en "Sloe Scope" "business" garanties: 75 miljoen euro; de maximale aansprakelijkheid van PZEM onder de "Sloe Scope" garanties: 45 miljoen euro; de maximale aansprakelijkheid van PZEM onder de "Sloe Scope" "business" garanties: 18 miljoen euro
10. Claimperiode tot max 18 maanden na Closing ("PZEM Scope" en "Sloe Scope" "business" garanties) en tot vijf jaar na Closing ("PZEM Scope" en "Sloe Scope" fundamentele garanties) en tot zeven jaar na Closing (fiscaal).
11. Verlengd Sector Sociaal Plan: tot 31 december 2024.
12. Werkgelegenheidstoezegging tot 31 december 2024 inclusief behoud van de huidige standplaats/kantoorlocatie.
13. Beleid van de onderneming gedurende de periode tussen Signing en Closing: betrokkenheid van de koper bij belangrijke, niet alledaagse besluiten.
14. Bepalingen ten aanzien van de samenhang en samenloop met de (Sloe) transactie tussen EdF en de Koper om te verzekeren dat EdF niet op betere voorwaarden haar belang in Sloe kan verkopen aan EPPE en waarbij is afgesproken dat EdF en Koper niet zullen overgaan tot Closing totdat de Closing van de PZEM transactie is afgerond. Hierdoor is de PZEM transactie niet afhankelijk van EdF maar de EdF transactie wel afhankelijk van PZEM. Op dit principe zijn slechts drie uitzonderingen, namelijk als PZEM geen goedkeuring van haar aandeelhouders verkrijgt, als PZEM gebruik maakt van haar 'opt-out' recht bij een materiële garantieschending en als PZEM toestemming geeft aan Koper om met EdF tot Closing over te gaan.

De resterende organisatie en bedrijfsonderdelen na verkoop

Na verkoop blijft het 70% aandelenbelang in N.V. EPZ (de kerncentrale), met een aanzienlijke financiële positie, achter bij PZEM. Datzelfde geldt voor het 50% aandelenbelang in BMC Moerdijk B.V. (de biomassacentrale), de PPA Gemini, de belangen in Set Fund I en Set Fund II en het 50% aandelenbelang in NPG Willebroek N.V. (een zonnepark in België). Ook beheert ZEH nog enkele erfenissen uit het verleden zoals diverse percelen grond en een niet meer in gebruik zijnde elektriciteitskabel en rioolpersleiding Deze activiteiten vallen in de toekomst onder ZEH N.V., welke vennootschap eigendom blijft van de huidige aandeelhouders.

Tussen Signing en Closing zal de inrichting van ZEH voortvarend worden opgepakt. Functies zijn beschreven maar worden pas ingevuld nu een verkoopovereenkomst is getekend. Voor het geval beide onderdelen (PEC en ZEH) nog niet volledige zelfstandig kunnen opereren direct na de close zijn wederzijdse dienstverleningsafspraken gemaakt.

ZEH heeft na verkoop de volgende taken:

- Het houden van de aandelen EPZ, BMC Moerdijk en zonnepark Willebroek en alle activiteiten welke samenhangen met dit aandeelhouderschap
- ZEH draagt de zorg dat de nucleaire en duurzame productie van EPZ en de duurzame productie van het Gemini windpark middels PPA's met PEC naar de markt worden gebracht. Hieronder vallen alle activiteiten welke hiermee samenvallen zoals de administratieve afwikkeling alsmede de vaststelling van een hedging strategie passend bij het gewenste risicoprofiel
- Het toezien op de belangen in de SET fondsen
- De PPA van het Gemini windpark; deze PPA kan – met instemming van de Gemini wederpartijen – op een later moment worden overgedragen aan PEC
- ZEH heeft de verantwoording voor het beheer van de liquide middelen die ZEH als aandeelhouder van EPZ dient aan te houden. Onder dit beheer valt het vinden van een rendement passend bij het beoogde risicobeleid. Ook het bepalen van de overliquiditeit en daarmee de dividendruimte valt ook onder de ZEH-activiteiten
- ZEH stelt zich vervolgens als taak het bevorderen van nucleaire energie in Nederland in afstemming met EPZ. Dit vanuit de doelstelling het waarde behoud van het EPZ-belang te maximaleren

Risico's en margin verplichtingen

Momenteel zijn er duidelijke risico's aan de Wholesale- activiteiten verbonden. Het is belangrijk te beoordelen of deze transactie de doelstelling van risicomitigatie zoals uitgesproken door de aandeelhouders dichterbij brengt of juist vergroot.

In dit kader is het van belang te beseffen dat het grootste risico van het huidige PZEM verband houdt met de kerncentrale. Hiervan is namelijk reeds een deel van de toekomstige productie verkocht, zoals gebruikelijk voor productiemiddelen met een voorspelbare output. Deze verkoop van de geproduceerde elektriciteit verloopt via een beurs. In feite koopt de beurs de stroom van de producent. De beurs gaat tegelijkertijd ook verplichtingen aan om deze stroom aan derden te leveren. De beurs heeft zekerheid nodig dat het zelf de stroom ook daadwerkelijk geleverd krijgt, omdat zij anders de stroom elders zal moeten inkopen tegen de dan geldende marktprijzen om aan de eigen leveringsverplichtingen te voldoen. Indien prijzen stijgen na het aangaan van de beurstransactie moet een producent van elektriciteit daarom extra zekerheid storten bij de beurs over het verschil tussen de afgesproken prijs en de marktprijs. Op deze wijze loopt de beurs geen risico, aangezien de beurs met de gestorte zekerheid de elektriciteit kan kopen van een andere producent indien de originele producent in gebreke blijft en kan zo alsnog aan haar eigen leveringsverplichting voldoen. De hier beschreven zekerheid die de verkoper (lees elektriciteitsproducent) bij stijgende prijzen bij de beurs moet afstorten wordt aangeduid als 'margin'. Op het moment dat de producent de afgesproken elektriciteit ook daadwerkelijk levert vervalt de behoefte aan margin en wordt deze teruggegeven aan de verkoper. Hiermee loopt alles netjes glad en daarom wordt margin vaak aangeduid als een tijdelijk liquiditeitsprobleem. Binnen het huidige PZEM is dit risico relatief beperkt, aangezien tegenover de verkopen van de kernstroom ook aankopen voor de levering aan klanten via de beurs verlopen. Deze creëren een grotendeels tegenovergestelde margin (PZEM ontvangt zekerheid indien prijzen stijgen).

Omdat PZEM een deel van de toekomstige productie van de kerncentrale al heeft verkocht, is er door de gestegen prijzen een aantal honderden miljoenen euro gestort bij de beurzen (en eveneens een fors bedrag ontvangen voor de tegenovergestelde posities van PZEM). De gelden die betrekking

hebben op de kerncentrale zullen de komende twee jaren terugvloeien naar ZEH via PEC dat dan een dochter van Koper zal zijn. Hier raken we één van de risico's.

Na de afronding van de transactie blijft er een belangrijke zakelijke relatie bestaan tussen de kerncentrale en (verkochte) Wholesale business, namelijk de verkoop van de stroom uit de kerncentrale. De vorderingen uit de overeenkomst van de aandelenverkoop rondom de uitgestelde kooprijselementen (deels uitgestelde kooprijns betaling en earn-out regelingen rondom de Wholesale-activiteiten), tezamen met de terug komende margin verplichtingen (betaling van cash collateral) voor prijs hedges voor kernstroom) scheppen een debiteurenrisico. De hoogte hiervan is respectievelijk afhankelijk van de resultaten van Wholesale in 2023 en 2024 en van de prijsontwikkeling op de energiemarkt. De huidige inschatting is dat de debiteurenpositie jegens PEC na verkoop kan oplopen tot 1 miljard euro, voornamelijk vanuit margin verplichtingen. Het betalingsrisico hierop is afgedekt door een combinatie van parent company garanties door Koper en een regeling om de leveringsovereenkomst voor kernstroom bij wanbetaling op korte termijn te kunnen beëindigen. Na zo'n beëindiging zal ZEH de bestaande verkooppositie ergens anders innemen tegen de dan geldende marktprijzen, maar bestaat het risico dat dat tegen minder aantrekkelijke prijzen zal gebeuren dan de laatste door PEC nagekomen margin verplichting. Een dergelijk nadeel zal bij Koper geclaimd worden onder de daarvoor afgegeven garantie, waarbij het risico wordt ingeperkt tot hetgeen dit nadeel de garantiehogte overtreft. Hoewel Koper een groot en gedegen bedrijf lijkt, heeft het (nog) geen externe credit rating en er is dus ook een zekere onzekerheid over de kredietwaardigheid. Voor ZEH is het liquiditeitsrisico van margin verplichtingen richting PEC groter dan het liquiditeitsrisico over de totale portfolio van het huidige PZEM richting de beurs. Door echter een maximum af te spreken over de margin verplichtingen richting PEC, zal dit de liquiditeitspositie van ZEH niet overtreffen en dus geen faillissement kunnen veroorzaken.

Voorgaande is correct met de kanttekening dat indien een producent niet kan leveren, omdat bijvoorbeeld een centrale kapot is, deze gestorte margin niet zal worden teruggegeven aan de verkoper. De beurs of PEC zal de gestorte margin gebruiken om aan de verplichtingen te voldoen (door middel van vervangende transacties) en zodoende wordt de gestorte margin daadwerkelijk verlies voor de partij die de initiële verkoop is aangegaan. Het maximum op de margin verplichtingen helpt daarmee niet tegen de marktrisico's in combinatie met het optreden van zo'n operationeel risico, zoals de langdurige uitval van de kerncentrale. In zo'n geval zou ZEH een dermate groot negatief resultaat en liquiditeits-uitstroom wellicht niet overleven, maar datzelfde geldt momenteel eveneens voor het huidige PZEM.

De governance van het achterblijvende deel

PZEM N.V. met de nieuwe naam ZEH N.V. blijft voor 70% aandeelhouder in EPZ N.V. en is ook partij bij het Convenant-2034 (daarin is het openhouden van de huidige kerncentrale tot 2034 geregeld). Van ZEH is de corporate governance bepaald door de wetgeving, jurisprudentie en ook door de Nederlandse corporate governance code. ZEH is een structuurvennootschap in de zin van artikel 2:154 van het Nederlandse Burgerlijk Wetboek. Ook na de verkoop van de Wholesale-activiteiten zal ZEH een structuurvennootschap blijven. Dit betekent dat de huidige structuur van het hebben van een Raad van Commissarissen gehandhaafd zal blijven. Ook de omvang van de RvC zal niet veranderen omdat de RvC in 2017 reeds in omvang is teruggebracht en nu een minimale omvang heeft. Omdat op PZEM het structuurregime van toepassing is, is EPZ een naamloze vennootschap waar een structuurregime niet op van toepassing is. EPZ zelf heeft daarom geen (verplichte) Raad van Commissarissen. Ook voor de toekomst zal dit niet veranderen. Voor de exploitatie van de kerncentrale zijn vergunningen nodig, zoals de Kernenergiewet (Kew) met de bijbehorende uitvoeringsbesluiten, maar ook de Waterwet (Ww) met bijbehorende richtlijnen (te denken aan de

Commissie Integraal Waterbeheer en de BREF Industrial Cooling Systems). Ook de Wet algemene bepalingen omgevingsrecht (Wabo, in verband met de bouwvergunning) is van belang en de Natuurbeschermingswet (Nbw) en waar mogelijk de Flora-en Faunawet (Ffw). EPZ ziet het als haar eigen verantwoordelijkheid om ervoor te zorgen dat de toekomst ook financieel verzorgd kan worden. EPZ heeft daarom plannen om in de toekomst te zorgen voor de veiligheid en om deze te blijven verbeteren en men heeft plannen om aan de regels te kunnen blijven voldoen. EPZ rapporteert de bijbehorende financiële gegevens in de openbare jaarrekening van EPZ. In deze jaarrekening staan ieder jaar de meest recente gegevens van de voorzieningen, die EPZ heeft getroffen voor de kosten van de ontmanteling. Ook wordt er gerapporteerd welk bedrag volgens de afgesproken invulling van de financiële zekerheid onder is gebracht in het ontmantelingsfonds. Deze jaarrekening wordt gecontroleerd en voorzien van een goedgekeurde accountantsverklaring. Na een eventuele verkoop van de Wholesale-activiteiten zal de huidige wijze van aansturing van EPZ ongewijzigd blijven. De door EPZ aan PZEM geleverde elektriciteit zal door PZEM worden door geleverd aan het te verkopen Wholesale-onderdeel. Het zogenaamde marktrisico van de kerncentrale, alsmede alle rechten en verplichtingen uit de tolling-overeenkomst zullen bij PZEM Energy blijven. Kortom, liggen de elektriciteitsprijzen boven de kostprijs van de kerncentrale dan worden er winsten gerealiseerd en liggen de marktprijzen onder de kostprijs dan worden er verliezen gerealiseerd. Omdat PZEM gezien haar omvang, activiteiten en rating geen toegang zal hebben tot de kapitaalmarkten, zal PZEM op eigen reserves moeten kunnen vertrouwen om eventuele verliezen of tegenvallers uit hoofde van additioneel vereiste investeringen of contractuele verplichtingen te kunnen betalen. Het is om deze reden dat ZEH te allen tijde over afdoende financiële middelen moet kunnen beschikken om zowel aan de EPZ verplichtingen alsmede aan de verplichtingen uit hoofde van de Gemini PPA en het BMC aandeelhouderschap te kunnen voldoen. Het bestaande Treasury beleid, gevat in het Treasury statuut, van PZEM is primair gericht op het vermijden van risico's en zal in stand blijven.

Het advies van de Ondernemingsraad van PZEM

Reeds in een vroegtijdig stadium is overleg gevoerd tussen de OR en de RvB van PZEM. De OR heeft hierbij deskundige, externe adviseurs aangetrokken in de vorm van PwC om haar met advies terzijde te staan. Gedurende het proces zijn reeds twee adviesaanvragen gedaan en van een positief advies voorzien. De eerste betrof de doorgevoerde splitsing en inrichting van PEC en de tweede aanvraag betrof de beoogde inrichting van ZEH. De OR heeft op maandag 20 juli jl. overleg gevoerd met de Koper over diens intenties met de te kopen bedrijfsonderdelen. PZEM had in het aankoopproces de Koper ook nadrukkelijk gevraagd hieraan zijn medewerking te verlenen.

Een volgende aanvraag wordt momenteel opgesteld waarin advies over de daadwerkelijk beoogde verkoop van de Wholesale-activiteiten zal worden gevraagd.

De overwegingen van de Raad van Commissarissen

De RvC komt, alles overwegend, tot de conclusie dat de RvC het oordeel van de RvB dat het onderhandelingsresultaat acceptabel is, kan volgen. De RvC kan derhalve eveneens het oordeel van het bestuur volgen dat het in het belang is van de continuïteit van de onderneming om de verkoop door te zetten tegen de voorwaarden zoals die op hoofdlijnen aan de RvC zijn voorgelegd.

De RvC heeft in haar oordeel de volgende factoren meegewogen:

- Deze transactie zal de continuïteit van het verkochte bedrijfsonderdeel ten goede komen. De huidige aandeelhouders hebben uitdrukkelijk aangegeven niet te willen investeren in uitbouw van dit bedrijfsonderdeel en hebben tevens uitgesproken dat een verkoop past in de doelstellingen van de aandeelhouders. Met de nieuwe aandeelhouders kan de

bedrijfsstrategie met volle kracht uitgevoerd worden en derhalve het bedrijf een echt toekomstperspectief geven. Zeker in de huidige marktomstandigheden is een aandeelhouder die kapitaalcrachtig is en groei nastreeft van groot belang voor het succes van de onderneming.

- Als er niet besloten wordt tot verkoop, is de toekomst van de onderneming onzeker, en is met de huidige wereldomstandigheden nog moeilijker te voorspellen, of een verkoop over 2 jaar succesvol zal zijn. Daarbij is relevant dat in het zojuist doorlopen marktproces niet van wezenlijke concurrentie aan koperszijde is gebleken, met andere woorden het is niet gebleken dat er andere marktpartijen zijn die bereid zijn een hogere prijs te betalen. Tevens komt in dat geval een sterfhuisconstructie ook meer in beeld, wat een retentierisico voor medewerkers zal betekenen, naast overige executierisico's van die route. In die zin zou niet verkopen tegen de voorliggende voorwaarden betekenen, dat aanvaard wordt dat de onderneming in handen blijft van een publieke aandeelhouder, die het commercieel risico van deze onderneming als principe niet aanvaardbaar vindt, en dat een toekomst van de onderneming aanvaard wordt die op zijn minst zeer onzeker is. Door het bestuur en de RvC zijn dus alternatieven in kaart gebracht en overwogen maar deze worden niet gunstiger beschouwd.
- Er zijn goede afspraken gemaakt voor de komende 2 jaar rondom behoud van werkgelegenheid in Zeeland, en de huidige bedrijfsstrategie van de Koper geeft vele aanknopingspunten voor behoud voor langere tijd, hoewel dit uiteraard niet vast ligt. Met de ondernemingsraad is naar wij begrijpen een constructieve dialoog gevoerd en de OR zal ook in de gelegenheid worden gesteld om advies uit te brengen, waarbij de OR ook zelf zal kunnen nagaan of de belangen van de werknemers in haar visie voldoende geborgd zijn.
- De uiteindelijke waarde die betaald wordt is de uitkomst van een uitgebreid 'auction process', en is derhalve het beste wat de markt te bieden heeft op dit moment. Dat wordt ook bevestigd door het feit dat EDF heeft aangegeven haar belang in de Sloe Centrale op hetzelfde moment onder 'tag-a-long' voorwaarden te verkopen. Uiteindelijk zal de verkoopopbrengst ten goede aan de aandeelhouder komen. De aandeelhouders zullen zelf de gelegenheid hebben om te bepalen of de opbrengst voor hen inderdaad voldoende is. Het aandeelhoudersbelang wordt op die manier geborgd.
- Als deze waarde vergeleken wordt met de huidige, sterk veranderde marktomstandigheden en winstgevendheid in 2022 dan is de verkregen verkoopopbrengst aan de lage kant. Echter, er is uiteraard een hoge mate van lange termijn onzekerheid, zeker in deze markt, en in (recent) historisch perspectief (verlieslatendheid gedurende vele jaren) is dit een zeer acceptabele prijs.
- Het belangrijkste risico dat de RvC ziet ten opzichte van geen transactie doen is dat voor een periode van 2 jaar voor de (aflopende) 'variation margin calls' een additioneel kredietrisico ontstaat (huidige risico bij BNP, wordt nu verkoper). De risicomitigatie voorwaarden die door het onderhandelingssteam zijn bereikt zijn expliciet besproken met de RvC. Het bestuur heeft uitgelegd hoe deze risico's zijn beperkt en waarom het bestuur het restrisico acceptabel acht. Dit heeft de RvC meegewogen in haar uiteindelijke oordeel.
- Tevens zijn diverse overige risico's op de uiteindelijke opbrengst besproken met de RvB en adviseurs en zijn de diverse risico's ook nog een keer met de AHC besproken. Deze zijn door RvC onderkend en meegewogen in ons uiteindelijke oordeel.

De RvC dringt er bij de RvB op aan om in de tijd tussen 'signing' en 'completion' de toekomstige bedrijfsvoering gestalte te geven, hierbij rekening houdende met specifieke aandacht hoe om te gaan met eventuele 'Conflict of Interest' in deze situatie. Daarbij moet onder meer worden gedacht aan:

- Het naleven van de verplichtingen onder de SPA zoals de interim convenanten, en tegelijkertijd ervoor waken dat de Koper niet reeds feitelijk de zeggenschap uitoefent, door een goede governance te hanteren;

- Het zorgen dat de belangen van de verkopende en achterblijvende vennootschap gediend worden, onder meer door zorgvuldig om te gaan met de diverse kooprijsaanpassingen en afrekeningen die zullen moeten plaatsvinden;
- Een concreet plan om ervoor te zorgen dat alle voorwaarden voor Closing vervuld zullen worden, en dat de RvC en voor zover gepast AHC daarvan goed op de hoogte gehouden worden;
- Het zorgen dat de verkopende en achterblijvende vennootschap goed uitgerust zal zijn om na Closing zelfstandig te (blijven) functioneren.

Gevolgen verkoop van Wholesale voor het dividendbeleid van ZEH (PZEM)

Door deze transactie zal een boekverlies van naar verwachting circa ca. 150 miljoen euro worden gerealiseerd waardoor het eigen vermogen met dit bedrag zal worden verlaagd. Dit bedrag kan eventueel hoger of lager uitpakken omdat de daadwerkelijk afrekening afhankelijk zal zijn van bepaalde hedge posities en prijsverwachtingen ten tijde van de overdracht. Aangezien het eigen vermogen een weerspiegeling is van het geld dat de aandeelhouders (uiteindelijk) toekomt, kan gesteld worden dat de transactie het totaal uit te keren dividend naar verwachting zal verlagen. Op korte termijn zijn er verschillende analyses of invalshoeken die het vermogen om dividend uit te keren bepalen zoals ook uiteengezet in het voorstel voor de laatste dividenduitkering in juni 2022. De impact van de transactie op de drie analyses kan als volgt worden beschreven:

Balanstoets

De balanstoeets kijkt naar de vrij uitkeerbare reserves van de onderneming. Hoewel deze door de transactie zullen dalen (ten opzichte van huidige situatie) was en blijft dit op de korte termijn nooit een beperkende factor in het uitkeren van dividend.

Uitkerings- of liquiditeitstoets

Deze toets kijkt of het bedrijf na de uitkering van dividend nog voldoende cash heeft om aan haar voorzienbare verplichtingen te voldoen. Bij de transactie wordt het werkkapitaal van Wholesale omgezet in een kaspositie voor ZEH. In de huidige situatie zou het theoretisch mogelijk zijn dat prijzen zover oplopen dat er zoveel werkkapitaal nodig is (voor debiteuren en 'initial margin' verplichtingen) dat een dividenduitkering in juni 2023 niet mogelijk zal zijn. Dit is overigens gezien de huidige ruime liquiditeitsbuffers zeer onwaarschijnlijk. In de situatie na de transactie moet ZEH weliswaar bij stijgende prijzen meer onderpand bij PEC storten maar omdat hier een maximum voor is afgesproken wordt vanuit de uitkerings- of liquiditeitstoets het risico verkleind dat er geen dividend uitgekeerd kan worden.

Toets vanuit eigen vermogen / eigen dividendbeleid

De analyse vanuit het eigen vermogen, zoals ook opgenomen in het dividendvoorstel van juni 2022, probeert invulling te geven aan de extra beperkingen t.a.v. dividenduitkeringen die voortkomen uit het eigen dividendbeleid. Uit deze analyse bleek dat er vanuit het eigen dividendbeleid eigenlijk geen volledige dividenduitkering kon plaatsvinden. Omdat dit eigen beleid en geen wettelijke vereiste is, hebben de aandeelhouders besloten om in afwijking van het dividendbeleid toch een dividenduitkering te doen.

Als dezelfde analyse naar de stand van juni 2023 te zijner tijd weer wordt uitgevoerd dan leidt de transactie ertoe dat er vanuit het eigen dividendbeleid minder ruimte voor dividenduitkering zal bestaan dan zonder transactie wat komt door het boekverlies van ca. 150 miljoen euro en door de verwachte winstgevendheid van de Wholesale-activiteiten over het eerste halfjaar van 2023. Dit betekent overigens expliciet niet dat PZEM door het boekverlies nu al verwacht in juni 2023 geen ruimte voor dividenduitkering te zien op basis van het dividendbeleid. Ten opzichte van de vorige

analyse neemt het eigen vermogen ook weer toe door de positieve 2022 resultaten. Maar als sec de huidige situatie wordt vergeleken met de situatie na verkoop dan is het volgens de uitgangspunten van het eigen dividendbeleid een verslechtering. Dit is wel onder de veronderstelling dat alles hetzelfde blijft hetgeen natuurlijk niet het geval zal zijn. De winstgevendheid zal bepaald gaan worden door de winstgevendheid van de achterblijvende activiteiten en dan met name de kerncentrale.

Samengevat betekent de transactie op korte termijn een verbetering in het kader van de wettelijke uitkerings- of liquiditeitstoets maar een verslechtering in het kader van het eigen dividendbeleid. Daarnaast kan op de langere termijn worden gesteld dat het totaal uit te keren dividend op basis van het boekverlies zal worden verminderd.

Hier staat de risicoreductie tegen over. De overweging van de balans hiertussen zal door de aandeelhouders moeten worden gemaakt met behulp van haar eigen adviseur.

Het alternatieve scenario (indien de aandeelhouders de verkoop niet goedkeuren)

Indien de aandeelhouders zich niet achter het voorstel kunnen scharen resteren een aantal opties:

- Het bedrijf zal hetzelfde verkoopproces op een later moment alsnog moeten doorlopen. Gezien het tijdrovende karakter en om geloofwaardig te blijven zal dit pas na enkele jaren opnieuw worden opgestart. Een toekomstig verkoopscenario zal omgeven zijn met onzekerheid ten aanzien van de opbrengst, gegeven dat nu reeds een breed proces is doorlopen wat niet in een hogere waardering heeft geresulteerd. In de tussengelegen periode blijft de onderneming blootgesteld aan risico wat niet in lijn is met de aandeelhouderswens.
- Doorgaan op de huidige voet betekent in feite een 'run-off' scenario. PZEM gaat dan door tot de centrales in feite hun levensduur bereiken. Dit is minder aantrekkelijk vanuit het oogpunt van de continuïteit van de onderneming en de positie van werknemers.
- Een alternatief zou zijn het aanpassen van de aandeelhoudersstrategie en het bedrijf dan ook in staat te stellen nieuwe investeringen te overwegen. De aandeelhouders hebben te kennen gegeven niet te willen investeren in uitbouw van de huidige business dus dat lijkt geen realistisch scenario.

Verzoek

Met de beoogde Koper denken de RvB en RvC van PZEM een geschikte nieuwe aandeelhouder voor Wholesale te hebben gevonden die de ondernemingsstrategie onderschrijft waardoor de continuïteit van de onderneming geborgd is.

In overeenstemming met art. 20.2 sub b. van de statuten van PZEM wordt de goedkeuring verzocht van de algemene vergadering van aandeelhouders voor het voorstel van de RvB om over te gaan tot verkoop van het indirect door PZEM N.V. gehouden kapitaal in PZEM Pipe B.V. en PZEM Energy Company B.V. aan de Koper en onder de condities zoals in deze notitie zijn opgenomen.

Namens de RvB,

Mr. drs. Frank Verhagen RA