Zeeuwse Energie Houdstermaatschappij

Notitie dividenduitkering 2025

datum 2 april 2025

Disclaimer ten behoeve van Provincie Zeeland

Op verzoek van de Provincie Zeeland hebben wij deze concept notitie dividenduitkering alvast aan de Provincie Zeeland ter beschikking gesteld zodat deze behandeld kan worden in de commissie bestuur van 23 mei. Afgezien van de andere disclaimer in deze notitie, dat de hoogte van de dividenduitkering nog kan wijzigen als gevolg van gewijzigde omstandigheden tot het moment van de daadwerkelijke uitkering, zijn in deze notitie nog wat bedragen geel gearceerd. Dit komt omdat op het moment van versturen de jaarrekening van ZEH nog niet is afgerond. Wanneer dit wel het geval is zullen wij de bedragen in deze notitie definitief maken en de notitie aan alle aandeelhouders toesturen. Wij merken nog op dat Nauta in haar memorandum (bijgevoegd als bijlage) verwijst naar de notitie van 4 maart 2025. In deze versie zijn inhoudelijk geen wijzigingen doorgevoerd ten opzichte van de versie van 4 maart maar is wel deze disclaimer toegevoegd en zijn de bedragen geüpdatet naar de laatste stand van zaken. Bij het verzenden van de definitieve notitie zullen we aan Nauta vragen in haar memorandum ook naar de definitieve notitie te verwijzen.

Inleiding

In navolgende notitie is uiteengezet hoe het voorstel van het in 2025 uit te keren dividend, zoals opgenomen in de jaarrekening 2024, tot stand is gekomen, aan welke wettelijke eisen een dergelijke dividenduitkering moet voldoen en hoe deze zich verhoudt tot het vastgestelde dividendbeleid en de in het ondernemingsplan 2025 opgenomen dividendverwachting. We zullen ook een prognose delen voor de dividenduitkering in 2026 omdat ons ondernemingsplan 2026 te laat komt om als input te dienen voor uw begroting 2026. Tot slot zullen wij ingaan op het verzoek dat wij tijdens de Algemene Vergadering van 12 december 2024 hebben gehad om een juridische onderbouwing te geven van het dividendbeleid.

Belangrijk is de kanttekening dat we tot het moment van de Algemene Vergadering in juni 2025 de situatie kritisch blijven volgen om bij onvoorziene ontwikkelingen of omstandigheden de voorgenomen dividenduitkering alsnog aan te passen. Wij zullen hier wel een grote mate van terughoudendheid bij betrachten en hier alleen toe overgaan wanneer hier een duidelijke aanleiding voor is.

Deze notitie betreft de onderbouwing voor een dividenduitkering in 2025 ter grootte van € 135 mln. en betaalbaar te stellen daags na de Algemene Vergadering van 11 juni 2025.

CONCEPT

Met deze betaling, te doen in juni 2025 heeft ZEH in vier jaar € 806 miljoen dividend uitgekeerd.

Aan het nu voorliggende voorstel tot dividenduitkering is een expliciete en wettelijk verplichte afweging voorafgegaan, de zgn. uitkeringstoets en balanstoets. De toets houdt in dat wij, op basis van een analyse van onze liquiditeits-en solvabiliteitspositie, kunnen aantonen dat het doen van een dividenduitkering niet leidt tot het geraken in een positie dat we onze op overzienbare termijn opeisbare schulden niet meer kunnen voldoen.

Hoe ging het in 2024 en doorkijk naar 2025

We hebben het jaar 2024 afgesloten met een nettoresultaat van € 68 mln. na belasting. Hoewel dit een mooi resultaat is, werd in het budget nog uitgegaan van een resultaat na belasting van € 143 mln. Dit lagere resultaat is nagenoeg volledig te wijten aan de lagere elektriciteitsprijzen. Bij het opstellen van het budget werd er nog van uitgegaan dat de stroom uit de kerncentrale, die nog niet vooruit verkocht was, € 131 / MWh zou opleveren maar dit is uiteindelijk maar ca. € 77 / MWh geworden.

De vrije kasstroom (dus voor aftrek dividenduitkering en mutatie in uitzettingen) is over 2024 iets hoger uitgekomen dan het resultaat, namelijk op € 94 mln. Deze hogere kasstroom komt vooral door een positieve werkkapitaalontwikkeling in 2024.

In het budget voor 2025 werd het nettoresultaat ingeschat op € 90 mln. na belastingen. Na het opstellen van het budget zijn de prijzen wat gestegen waardoor we op dit moment verwachten dat het resultaat over 2025 op ca. € 101 mln. na belastingen zal uitkomen.

Vereisten waaraan een uitkering moet voldoen volgens de statuten van ZEH N.V.

Art. 41.2 van de statuten van ZEH biedt de mogelijkheid tot het uitkeren van dividend ten laste van de winst. Dat de voorgestelde dividenduitkering de winst over 2024 overstijgt, is hierin geen belemmering en het meerdere hoeft dan ook niet gezien te worden als een tussentijdse uitkering op grond van art. 41.3 van de statuten.

Vereisten waaraan een uitkering moet voldoen op grond van wettelijk voorschriften.

Op grond van art. 2:105 lid 2 BW geldt dat een voorwaarde voor dividenduitkering is dat het eigen vermogen groter is dan het geplaatste kapitaal vermeerderd met wettelijke en statutaire reserves: alleen de zogenoemde vrije reserves kunnen worden uitgekeerd (de "vermogenstoets"). Art. 2:105 lid 3 BW bepaalt dat uitkering van dividend slechts kan geschieden na vaststelling van de jaarrekening waaruit blijkt dat zij geoorloofd is. Op grond van art. 2:108 lid 2 BW geldt verder dat uitkeringen die in strijd met de vermogenstoets zijn gedaan, door de aandeelhouders dienen te worden terugbetaald aan de vennootschap.

De liquiditeitstoets houdt in dat het bestuur goedkeuring moet onthouden indien zij weet, dan wel redelijkerwijs had behoren te voorzien, dat de vennootschap na de uitkering niet kan doorgaan met

CONCEPT

het betalen van de opeisbare schulden. Art. 2:216 lid 3 BW bepaalt dat indien de vennootschap na de uitkering niet kan blijven voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden, de bestuurders die dat ten tijde van de uitkering wisten of redelijkerwijs behoorden te voorzien jegens de vennootschap hoofdelijk verbonden zijn voor het tekort dat door de uitkering is ontstaan. Het oordeel van de bestuurders in de tijd is beperkt tot een redelijke periode vanaf de uitkering. In het algemeen zal de wetenschap zich niet langer dan een jaar na de uitkering kunnen uitstrekken.

We kunnen hier concluderen dat er noch uit de statuten noch uit de wet beperkingen worden opgelegd aan de voorgestelde uitkering mits de nog te bespreken toetsen dit beeld bevestigen.

Uitkering 2025

De voorgestelde uitkering van € 135 mln. is bepaald als het saldo tussen het bij ZEH naar verwachting aanwezige eigen vermogen (voornamelijk bestaande uit liquiditeiten) per 30.06.2025 minus de verplichting voor vroegtijdige sluiting van de kerncentrale en eventuele MtM (Mark-to-Market: het verschil tussen de afgesproken prijs en de huidige marktprijs) op reeds verkochte stroom op diezelfde datum. Deze methodiek is gelijk aan die van voorgaand jaar (uitkering in 2024) en wijkt dus ook op dezelfde wijze af van het dividendbeleid (ten gunste van de aandeelhouders) als voorgaand jaar. Deze afwijkingen waren samengevat dat er gekeken wordt naar eigen vermogen in plaats van liquiditeit (waardoor er meer beschikbaar is) en naar peilmoment 30.06 in plaats van 31.12 (waardoor de verplichting ten aanzien van de kerncentrale lager ligt en de winst over het eerste halfjaar rekenkundig al wordt uitgekeerd).

Bepaling bedrag uitkering 2025

Het voorgestelde bedrag van € 135 mln. is als volgt opgebouwd (in € mln.):

Eigen vermogen 1-1-2025	€ 1.306
Hedgereserve (bruto) per 1-1-2025	€ 2
Verwacht resultaat HY 2025	€ 41
Verwacht eigen vermogen ZEH per 30-06	€ 1.349
-/- verplichting EPZ	€ 1.020 -/-
-/- niet realiseerbare activa	€ 194 -/-
-/- MtM op vooruit verkochte stroom	€ 0 -/-
Beschikbaar voor dividend	€ 135

Wettelijke toetsen

Het voorgestelde dividend moet uiteraard ook passen binnen de wettelijke kaders. Ondanks dat afgelopen jaren duidelijk was dat deze vele malen ruimer zijn dan het eigen dividendbeleid is hieronder toch kort weergegeven hoe deze wettelijke toetsen er uitzien.

CONCEPT

De balans- of vermogenstoets

De balanstoets houdt in dat er pas dividend mag worden uitgekeerd als het eigen vermogen groter is dan de wettelijke en statutaire reserves. Omdat het deze keer geen tussentijdse uitkering uit de reserves betreft, maar een uitkering van dividend vanuit de jaarrekening, hebben we de balanstoets gebaseerd op de stand per 31-12-2024. De vrij uitkeerbare reserves in de jaarrekening zijn € 1.245 mln. van omvang. Met een beoogde uitkering van € 135 mln. kunnen wij vaststellen dat de vrije reserves van ZEH NV de hoogte van de beoogde uitkering (ruimschoots) overstijgen.

De uitkerings- of liquiditeitstoets

Deze test ziet niet alleen toe op de schulden die ten tijde van de uitkering reeds opeisbaar zijn, maar ook op schulden waarvan men ten tijde van de uitkering redelijkerwijs behoort te voorzien dat deze de komende tijd opeisbaar zullen worden. Het kan dus ook gaan om verplichtingen die voortvloeien uit bestaande rechtsverhoudingen.
Het bestuur moet alle verplichtingen in zijn oordeel betrekken die van belang kunnen zijn bij de beoordeling of de vennootschap na de uitkering in staat is om voort te blijven gaan met het betalen van de schuldeisers. De belangrijkste factoren in dit verband zijn de liquiditeit, de solvabiliteit en de rentabiliteit. Bij de toepassing van de genoemde financiële maatstaven moet worden uitgegaan van algemeen aanvaarde berekeningsmethoden.

Uitkeringstoets	**in € mln.**
Verwachte beschikbare liquiditeit 1-7-2025 (voor uitkering)	€ 1.179
Verwachte kasstroom 07-2025 t/m 06-2026 (excl. uitkering)	€ 85

De opeisbare schulden staan, afgezet tegen de beschikbare liquiditeit, de dividenduitkering niet in de weg. Op het moment van uitkering zal die afweging uiteraard opnieuw worden gemaakt. Ook voor de voorzienbare toekomst is de stellige verwachting dat ZEH ook in de toekomst aan haar verplichtingen zal kunnen voldoen. De verwachte positieve kasstroom t/m een jaar na uitkering is hier een indicatie van.

Vergelijking met eerdere dividendprognoses

In het ondernemingsplan 2025 gingen wij nog uit van een dividenduitkering van € 110 mln. De reden dat wij nu iets hoger uitkomen is met name doordat er meer vrijval is van de verplichting EPZ (+ € 27mln.) als gevolg van lagere brandstofkosten. Het resultaat over de periode van 1 juli 2024 t/m 30 juni 2025 valt iets lager uit, met name door afwaarderingen op de belangen in Set Fund en BMC Moerdijk (-/- € 2 mln.).

CONCEPT

Disclaimer voorgestelde dividenduitkering

Net als andere jaren, zullen we nieuwe feiten en omstandigheden tussen het opstellen van deze notitie en het daadwerkelijk uitbetalen van dividend mee moeten wegen in de hoogte van het uit te keren dividend.

Samenvatting

Het voorstel is om een dividenduitkering te doen ter hoogte van €135 mln. Dit bedrag is het verwachte vermogen per 30 juni 2025 (gecorrigeerd voor niet realiseerbare activa) verminderd met de verplichting die zou ontstaan bij onverwachte permanente sluiting van de kerncentrale (incl. marktwaarde van de vooruit verkochte stroom).

Zowel de juridisch adviseur van ZEH (Nauta) als ook de juridisch adviseur (PwC) van de aandeelhouders vinden het conservatieve of voorzichtige dividendbeleid passend. De mate van voorzichtigheid is juridisch gezien een grijs gebied. Hierover meer hieronder.

Juridisch kader dividenduitkering

Ons is, via de laatste algemene vergadering, gevraagd om een toelichting te geven op de juridische onderbouwing van onze dividenduitkeringen en misschien meer specifiek op de verplichting die wij toerekenen aan een ongeplande vroegtijdige sluiting bij het berekenen van de dividendruimte.

Zoals wij ook in eerdere toelichtingen op de dividenduitkeringen hebben aangegeven is er sprake van twee wettelijke toetsen waaraan een dividenduitkering moet voldoen. Dit zijn de uitkerings-of liquiditeitstoets en de balans-of vermogenstoets. Deze zien toe op de benodigde liquiditeit om aan voorzienbare verplichtingen te kunnen voldoen en beantwoorden de vraag of de betreffende dividenduitkering voorzienbaar en in ieder geval binnen twaalf maanden tot problemen kan leiden. De tweede toets ziet toe op de omvang van de vrije reserves. Zoals we eerder reeds hebben bevestigd staan deze wettelijke toetsen een veel hogere dividenduitkering door ZEH niet in de weg.

Het jaarlijks uit te keren dividend wordt beperkt door het feit dat het vigerend dividendbeleid rekening houdt met de financiële consequenties van een ongeplande vroegtijdige sluiting. Naast de wettelijke toetsen vormt dit de basis van het dividendbeleid zoals dat door de aandeelhouders is aangenomen. Bij het aannemen van dit dividendbeleid heeft hierop een juridische toets plaatsgevonden door Nauta Dutilh. Zij concluderen dat met dit dividendbeleid "…wordt ons inziens voldoende gemotiveerd een prudente afweging gemaakt tussen het belang van de aandeelhouders bij uitkering van winst en het vennootschappelijk belang…". Nauta ziet verdere rechtvaardiging van een prudent beleid in "een bijzondere maatschappelijke verantwoordelijkheid" en het feit dat het hier betreft een "Zeeuwse onderneming met voornamelijk Zeeuwse publieke aandeelhouders waardoor het lokale (veiligheids-) belangen mag meewegen".

CONCEPT

Ook de juridisch adviseur die destijds door de Provincie Zeeland is ingeschakeld (PwC) deelde deze opinie en schreef: “Zo wordt recht gedaan aan de unieke positie van PZEM N.V. en de bijzondere risico’s waarmee die rekening dient te houden. Met name rondom de kerncentrale en bijbehorende amoveringsfonds gelden een aantal risico’s en onzekerheden waarbij, nog los van de vraag of zij tot afdwingbare verplichtingen leiden, mede gelet op de politiek-bestuurlijke context prudent beleid gevoerd moet worden. Wij lezen in het Dividendbeleid ook dat er zo invulling wordt gegeven aan een ‘conservatief maar passend’ beleid, wat ook wordt onderschreven door de adviseur van PZEM N.V.” Samenvattend concludeert PwC dat “Voor PZEM is terughoudendheid vereist, gezien het bijzondere karakter van de onderneming en de risico’s waarmee zij te maken heeft.”

Echter, op de vraag of ZEH juridisch gezien een harde verplichting heeft om rekening te houden met een ongeplande vroegtijdige sluiting (afgezien van wat er in het dividendbeleid is opgenomen) is het antwoord “nee”, zoals wij ook al aan hebben gegeven in ons eerdere schrijven over de diverse jaarlijkse dividenduitkeringen. Het dividend is restrictiever dan wettelijk vereist omdat we te allen tijde met de gevolgen van een permanente vroegtijdige sluiting willen kunnen omgaan.

Hier staat dan weer tegenover dat het antwoord op de vervolgvraag: “Kan ZEH, juridisch gezien, een veel grotere dividenduitkering doen dan op grond van het dividendbeleid is toegestaan?” ook weer niet zomaar met “ja” kan worden beantwoord. Met het doen van een dividenduitkering moet de bestuurder van de onderneming de belangen van alle stakeholders van de onderneming meewegen en niet alleen die van de aandeelhouders.

Zoals gezegd kan met het huidige dividendbeleid te allen tijde worden omgegaan met een ongeplande vroegtijdige sluiting. Tot op heden is ZEH in de veronderstelling geweest dat zij hiermee op één lijn zit met haar aandeelhouders. ZEH en Zeeland hebben tot op heden altijd geprofiteerd van de opbrengsten uit de kerncentrale en ZEH vindt het daarmee niet meer dan logisch dat zij er ook voor zorgdraagt dat de centrale te zijner tijd maar ook te allen tijde moet kunnen worden opgeruimd en dat tot het moment van dit opruimen (amovering) de (nucleaire) veiligheid gewaarborgd is. Wat zou er gebeuren als ZEH wel (bijna) al haar vermogen uitkeert aan haar aandeelhouders? Als het goed is niks, omdat er uit de kerncentrale positieve kasstromen worden verwacht. Alleen bij een langdurige- of permanente vroegtijdige sluiting is ZEH nog wel verplicht om de doorlopende kosten aan EPZ te betalen op grond van de (tolling-) overeenkomst tussen EPZ en haar aandeelhouders. Omdat ZEH geen inkomsten meer heeft uit de verkoop van elektriciteit zal ZEH op een gegeven moment niet meer aan deze verplichting kunnen voldoen. Het enige loket waar zij dan nog kan aankloppen voor geld is bij haar aandeelhouders maar die zijn niet meer verplicht om het benodigde geld te verschaffen. Wanneer zij dit niet doen zal ZEH failliet gaan. Hierna zal EPZ, omdat zij geen geld meer van ZEH ontvangt ook failliet gaan. Op dat moment (of wellicht al eerder) zal de Staat instappen om de nucleaire veiligheid te waarborgen. Dit zal betekenen dat de rekening van de permanente sluiting gedeeltelijk bij de Rijksoverheid zal komen te liggen. Het ligt voor de hand dat de curator van ZEH en/of EPZ én de Rijksoverheid het dividend dat is uitgekeerd zullen proberen terug te halen bij de aandeelhouders. Er

CONCEPT

is natuurlijk nog een scenario mogelijk bij een permanente sluiting en dat is dat de aandeelhouders van ZEH besluiten de tekorten bij ZEH en EPZ wel aan te vullen. De aandeelhouders van ZEH zijn zeer kredietwaardige partijen. Als zij vooraf bereid zijn om garant te staan voor tekorten bij ZEH (voor hun aandeel), is er niets dat een dividenduitkering van bijna het hele vermogen in de weg staat.

Voor de volledigheid hebben we onze juridisch adviseur NautaDutilh mee laten lezen en hiervan is onderstaande passage overgenomen.

De wettelijke regeling (art. 2:105 BW) omtrent uitkeringen door NV's is niet gewijzigd sinds het eerdere advies van Nauta d.d. 26 augustus 2021. Zoals aangegeven in dat advies, geldt op grond van artikel 2:105 BW dat de winst van een NV aan de aandeelhouders ten goede komt voor zover bij de statuten niet anders is bepaald. In de statuten van ZEH 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 (art. 41.2 van de statuten van ZEH). De algemene vergadering mag binnen de grenzen van redelijkheid en billijkheid in eigen belang handelen (artikel 2:8 BW), terwijl bestuur en RvC zich bij de vervulling van hun taken primair moeten richten naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Dit vennootschappelijk belang wordt in de regel vooral bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van de door de vennootschap gedreven onderneming. Bestuur en RvC dienen bij het bevorderen hiervan zorgvuldigheid te betrachten ten aanzien van de belangen van alle stakeholders (niet alleen de aandeelhouders). We moeten dan ook reëel zijn en erkennen dat het mogelijk is dat de belangen van de aandeelhouders (dividend maximalisatie) en ZEH (zorgvuldigheid) ingeval van uitkeringen aan de aandeelhouders uiteenlopen.

Het staat aandeelhouders in beginsel vrij om hun eigen belang te dienen bij belangenafweging in het kader van een voorgenomen dividenduitkering. In de praktijk is die vrijheid echter niet onbegrensd. In de literatuur, jurisprudentie en parlementaire geschiedenis is helaas weinig guidance gegeven over (i) hoe de algemene vergadering precies de belangenafweging dient te maken in het kader van het aandeelhoudersbesluit tot uitkering, en (ii) hoe het bestuur moet omgaan met het wegen van mogelijke gevolgen, kansen en (on)waarschijnlijkheden ten aanzien van uitkeringen. Het is complex om hier in algemene zin richting aan te geven, maar naar de mening van onze adviseur Nauta Dutilh zijn bij afweging door de algemene vergadering (en het bestuur) in ieder geval de volgende aspecten relevant:

1. *redelijkerwijs voorzienbare toekomstige onzekerheden die een belangrijke (financiële) impact kunnen hebben op ZEH – bij het beoordelen en inschatten hiervan heeft het bestuur (onder toezicht van de RvC) een belangrijke rol nu het bestuur meer dan aandeelhouders op de hoogte is van de business, risico's etc.;*
2. *mogelijke afbreukrisico's voor ZEH en haar stakeholders als een groot deel van ZEH's financiële buffer zou worden uitgekeerd – ook hiervoor geldt dat het bestuur (onder toezicht van de RvC) een belangrijke rol heeft bij het in kaart brengen en wegen van risico's; daarbij zal ook specifiek moeten worden gekeken naar het bijzondere karakter van ZEH en haar onderneming, te weten*

CONCEPT

het indirecte belang in de kerncentrale en de daaraan verbonden unieke verantwoordelijkheden en risico's;

3. *het eerder vastgelegde dividendbeleid – in hoeverre rechtvaardigen gewijzigde omstandigheden dat nu wordt afgeweken van het beleid dat niet lang geleden is vastgesteld?*

Van belang is dat de bestuurders en commissarissen een raadgevende stem hebben met betrekking tot ieder besluit van de algemene vergadering. Dat geldt ook voor besluiten tot het doen van uitkeringen aan aandeelhouders. Als bestuurders en/of commissarissen, na een zorgvuldige analyse en goed onderbouwd, een negatief advies zouden uitbrengen over een voorgenomen uitkering aan aandeelhouders, dan zal de algemene vergadering daar in de praktijk niet lichtvaardig overheen kunnen stappen.

Er is dus niet één keihard wettelijk voorschrift waaruit het huidige uitkeringsbeleid voortvloeit. Gekeken moet worden naar het bredere speelveld zoals hierboven kort uiteengezet. De eerdere keuze voor een restrictief uitkeringsbeleid heeft een duidelijke juridische basis waarin geen wezenlijke verandering heeft plaatsgevonden de afgelopen jaren.

Voor de volledigheid herhalen we hier de eerdere conclusie van Nauta bij het toen voorgestelde en later vastgestelde dividendbeleid uit 2021:

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.

Gezien het feit dat het huidige beleid is opgesteld door het bestuur en vervolgens vastgesteld door de aandeelhouders, is het niet waarschijnlijk dat het bestuur met een afwijkend dividend beleid of voorstel daartoe zal komen zonder dat daar een directe aanleiding toe is of de omstandigheden materieel gewijzigd zijn.

CONCEPT