

# Rapport validatie financiële situatie, risico- en scenarioanalyse DELTA en EPZ

Amsterdam, 5 oktober 2016



## Disclaimer

Voor het samenstellen van dit rapport is, naast een breed spectrum aan publieke informatie, gebruikgemaakt van rapporten, rapportages en juridische documenten uit een door DELTA ingerichte dataroom. Verder is specifiek voor de kerncentrale Borssele op de locatie vertrouwelijke informatie ingezien. Vanwege deze vertrouwelijkheid van informatie en de gelijktijdige wens om de bevindingen met belanghebbenden te kunnen bespreken, worden in dit rapport de conclusies en onderbouwing integraal weergegeven, maar bedrijfsgevoelige detailinformatie is achterwege gelaten.

## Inhoudsopgave

Samenvatting .....	3
1. Aanleiding van het onderzoek.....	6
2. Opdrachtstelling en proces .....	11
3. Aanpak van het onderzoek .....	12
4. Analyse van mogelijke sluitingsscenario's van EPZ .....	17
5. Evaluatie van oplossingsscenario's.....	21
Bijlage: Bronnen.....	24

## Samenvatting

DELTA bestaat uit een 70%-belang in EPZ (kerncentrale Borssele en windpark), Wholesale (handel en productie), Retail (levering aan consumenten en MKB), Enduris (netbeheer) en een 50%-belang in Evides (drinkwater). Het faillissement van Biovalue (biodiesel) in 2010, de verkoop van Solland Solar (zonnecellen) in 2011, de verkoop van Indaver (afvalverwerking) in 2015 en de lage elektriciteitsprijzen hebben de omzet van DELTA bijna gehalveerd. Bij de huidige elektriciteitsprijzen voorziet DELTA een liquiditeitstekort op de tollingovereenkomst met EPZ (naast tekorten op andere activiteiten van het concern).

DELTA kan bedrijfsonderdelen verkopen aan derden om liquiditeit te genereren ('oplossingsscenario 0'). In verband met de verplichte afsplitsing vóór 1 juli 2017 zal dit in ieder geval Enduris betreffen. De verkoop van Enduris aan derden leidt tot een verlies van werkgelegenheid in Zeeland van 150-200 fte (bovenop een mogelijk verlies van 135-175 fte door efficiëntieverbeteringen bij de overige onderdelen en exclusief de gevolgen van de verkoop van andere onderdelen).

Vanwege dit verlies aan werkgelegenheid en de schade aan de economische structuur wordt dit scenario door de aandeelhouders van DELTA ('de Aandeelhouders') als onwenselijk gezien. Omdat zij aangeven zelf niet over voldoende financiële middelen te beschikken voor een oplossing, hebben de aandeelhouders van DELTA het Rijk per brief om hulp gevraagd – mede ook omdat zij de kerncentrale Borssele als nationaal belang zien.

In reactie op de brief van de aandeelhouders van DELTA heeft het kabinet op 8 juni 2016 te kennen gegeven niet te kunnen concluderen dat financiële ondersteuning nodig is om de continuïteit van de (veilige) exploitatie van de kerncentrale Borssele te borgen. Om een beter beeld te krijgen van de precieze financiële situatie en de mogelijke inspanningen van de Aandeelhouders, en om voorbereid te zijn op onvoorziene financiële tegenvallers (zoals een verdere daling van de energieprijzen dan waar de marktverwachtingen rekening mee houden) heeft het kabinet DELTA, haar aandeelhouders, EPZ en RWE aangeboden om de verschillende risico's op dergelijke aanvullende financiële tegenvallers samen in kaart te brengen en scenario's uit te werken en extern te laten valideren.

Het onderzoek is opgedeeld in twee deelonderzoeken: een onderzoek naar specifieke nucleaire vraagstukken, inclusief scenario's voor vervroegde sluiting van de kerncentrale en een onderzoek gericht op het beoordelen van de financiële positie van DELTA en EPZ, het inzichtelijk maken van risico's voor de toekomstige exploitatie van DELTA en EPZ en het uitwerken van scenario's. Het voorliggende rapport bevat de hoofdconclusies van beide deelonderzoeken.

Een stuurgroep met vertegenwoordigers van alle direct betrokken organisaties, lokale overheden en ministeries (DELTA, RWE, EPZ, Provincie Zeeland, Gemeente Borsele, de ministeries van Economische Zaken, Infrastructuur & Milieu, Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, Financiën en de Autoriteit Nucleaire Veiligheid en Stralingsbescherming) heeft samen met Roland Berger tien scenario's gedefinieerd als mogelijke oplossing van de problematiek van DELTA en EPZ.

Voor DELTA (en RWE) wordt in bijna alle marktscenario's een tijdelijk of blijvend liquiditeitstekort voorzien op de tollingovereenkomst met EPZ (omdat de marktprijs voor elektriciteit lager is dan de kosten die EPZ doorberekent aan DELTA en RWE). Toch is acute sluiting van EPZ in 2017 of geplande (vervroegde) sluiting in 2023 in alle in dit onderzoek gehanteerde marktscenario's duurder dan reguliere sluiting in 2033. Dit komt doordat de post-operationele fase (inclusief afkoop van contracten en afvoer van ongebruikte splijtstof) langer duurt bij vervroegde sluiting, wat leidt tot extra kosten en risico's. Pas bij een

elektriciteitsprijs die structureel (ver) onder de huidige marktprijs ligt (hetgeen nu niet wordt voorzien in de markt), is vervroegde sluiting financieel aantrekkelijker.

De oplossingsscenario's zijn getoetst op conformiteit met de door het Rijk gestelde randvoorwaarden, de financiële impact voor DELTA (en daarmee het vangnet voor EPZ), de impact op de economische structuur van Zeeland en de realiseerbaarheid op de korte termijn (zie Figuur 1).

Oplossingsscenario			Conformiteit met randvoorwaarden	Financiële impact DELTA (achtervang EPZ)	Impact op de economische structuur	Realiseerbaarheid op de korte termijn
1	A	Verkoop Enduris aan Aandeelhouders DELTA	Korte termijn ✓ <span style="color:red">✗</span> Langere termijn			
1	B	Verkoop Enduris aan derden	Korte termijn ✓ <span style="color:red">✗</span> Langere termijn			
2	A	Newco koopt Enduris – Rol Rijk	✓			
2	B	Newco koopt Enduris – Geen rol Rijk	✓		<sup>1)</sup>	
3	A	Newco koopt Enduris en Evides – Rol Rijk	<span style="color:red">✗</span>			
3	B	Newco koopt Enduris en Evides – Geen rol Rijk	✓			
4		Tijdelijke verkoop bedrijfsonderdelen	✓			
5	A	Garantie op kredietfaciliteit – Rol Rijk	<span style="color:red">✗</span>			
5	B	Garantie op kredietfaciliteit – Geen rol Rijk	<span style="color:red">✗</span>		<sup>1)</sup>	
6		Afsplitsen gereguleerde onderdelen met garantie van waarde	<span style="color:red">✗</span>			

1) Impact in geval van getrokken garantie (links) of niet getrokken garantie (rechts)    abc Oplossingsscenario's zonder een stichting    abc Oplossingsscenario's met een stichting    ● Relatief goede score    ✓ Voldoet    ✗ Voldoet niet

Figuur 1: Samenvatting toetsing van de oplossingsscenario's op vier onderdelen

Doordat in oplossingsscenario 1A Enduris niet aan derden wordt verkocht, wordt in dit scenario de minste impact op de werkgelegenheid voorzien. Hier staat tegenover dat de aankoop van Enduris door de aandeelhouders van DELTA zwaar zal drukken op de financiën van de Aandeelhouders. De realiseerbaarheid van een lening door de aandeelhouders van DELTA voor het aankopen van Enduris wordt dan ook als laag gezien. Doordat in dit scenario alleen de verkoop van Enduris wordt voorzien, zal er mogelijk na een aantal jaren weer druk ontstaan op de financiële middelen van DELTA. Om deze reden scoort oplossingsscenario 1A slecht op de financiële impact op DELTA. Bij de toetsing aan de randvoorwaarden is vastgesteld dat deze druk op de financiële middelen op termijn ook een bedreiging kan vormen voor de nucleaire veiligheid.

Oplossingsscenario 1B, de verkoop van Enduris aan derden, leidt mogelijk tot een verlies van werkgelegenheid in Zeeland van 150-200 fte (bovenop een mogelijk verlies van 135-175 fte door efficiëntieverbeteringen bij de overige onderdelen en exclusief de gevolgen van een verkoop van Retail). De transactie op zichzelf is goed realiseerbaar. Wel is er een financieel executierisico omdat er voor Enduris als netwerkbedrijf niet veel mogelijke kopers zijn (omdat de onderneming in publieke handen moet blijven). Hierdoor zal mogelijk nog meer dan in oplossingsscenario 1A druk ontstaan op de financiën van DELTA. Bij de toetsing aan de randvoorwaarden is vastgesteld dat deze druk op de financiële middelen op termijn ook een bedreiging kan vormen voor de nucleaire veiligheid.

Oplossingsscenario 2A, de verkoop van Enduris aan een door de Aandeelhouders nieuw op te richten entiteit (de 'Newco') en verkoop van Retail aan een derde partij, voldoet aan de randvoorwaarden, levert DELTA voldoende liquiditeit op en beperkt de impact op de economische structuur in Zeeland. Dit oplossingsscenario is bovendien relatief goed realiseerbaar.

Ook in scenario 2B wordt Enduris verkocht aan een Newco en Retail aan een derde partij. In dit geval staan echter de Aandeelhouders garant voor een lening aan de Newco. De garantie heeft potentieel een grote impact op de financiën van de Aandeelhouders, zonder dat daar bezittingen tegenover staan. Indien deze niet verstrekt wordt, is het aantrekken van financiering waarschijnlijk niet mogelijk.

De oplossingsscenario's waarbij EPZ in een stichting wordt geplaatst (3A, 5A, 5B en 6) zijn moeilijk realiseerbaar op de korte termijn (door de oprichting van een stichting, verhangings van de tollingovereenkomst naar de stichting en een groot aantal betrokken partijen – hierdoor is mogelijk meer tijd nodig dan beschikbaar met het oog op de splitsingsdeadline van 1 juli 2017). De scenario's voldoen niet aan de randvoorwaarden, onder andere doordat EPZ en haar aandeelhouders niet verantwoordelijk zijn voor de bekostiging van de (exploitatie van de) kerncentrale Borssele en de ontmanteling en opruiming hiervan. Ook leiden deze scenario's tot het risico op een liquiditeitstekort bij het restant van DELTA.

Oplossingsscenario 3B, waarin DELTA Retail verkoopt aan derden en Enduris en het 50%-belang in Evides aan een Newco, voldoet aan de randvoorwaarden, levert DELTA voldoende liquiditeit op en beperkt de impact op de economische structuur. In dit scenario is echter voorzien dat geen van de betrokken partijen garant staat voor de door de Newco aan te trekken kredietfaciliteit. Hierdoor zal het aantrekken van een kredietfaciliteit naar verwachting niet haalbaar zijn.

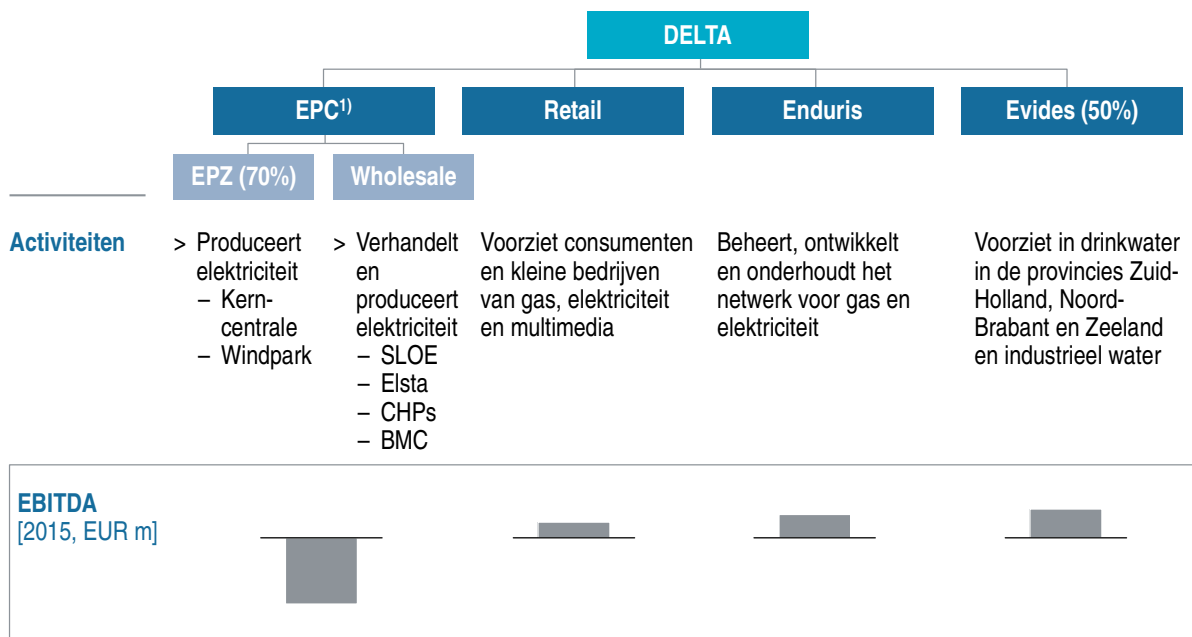
Oplossingsscenario 4, waarin Enduris en het 50%-belang in Evides tijdelijk door het Rijk worden gekocht (met de intentie tot latere terugkoop door de aandeelhouders van DELTA), voldoet aan de randvoorwaarden, levert DELTA voldoende liquiditeit op en beperkt de impact op de werkgelegenheid. De kans bestaat echter dat de aandeelhouders van DELTA ook op de langere termijn geen middelen hebben tot terugkoop van de onderdelen. In dat geval moet er worden teruggevallen op verkoop aan derden (en zijn de effecten vergelijkbaar met die in oplossingsscenario 0).

De oplossingsscenario's kunnen worden beschouwd als bouwstenen. Indien het Rijk besluit een rol te spelen, kunnen bij het uitwerken van de definitieve oplossing combinaties van deze bouwstenen worden gevormd. Bijvoorbeeld door in oplossingsscenario 2A naast Enduris ook Evides onder te brengen bij de Newco.

# 1 Aanleiding van het onderzoek

## 1.1 Het huidige DELTA bestaat uit het 70%-belang in EPZ, Wholesale, Retail, Enduris en het 50%-belang in Evides

DELTA heeft een jarenlange historie in en met Zeeland. De onderneming is in 1991 ontstaan uit een fusie tussen de Provinciale Zeeuwse Energie Maatschappij (PZEM) en de Watermaatschappij Zuidwest-Nederland (WMZ).



1) Energy Production Company

Figuur 2: Bedrijfsonderdelen DELTA 2016

Het personeelsbestand van DELTA (inclusief deelnemingen) had op 31 december 2015 een omvang van in totaal 1.786 fte. DELTA genereerde in 2015 een omzet van 1,3 miljard euro (exclusief Evides). DELTA bestaat momenteel uit het 70%-belang in EPZ, Wholesale, Retail, Enduris en het 50%-belang in Evides.

**EPZ**, de N.V. Elektriciteits-Produktiemaatschappij Zuid-Nederland, is gevestigd in Borssele. Tot en met 2015 bestond EPZ uit de kerncentrale, een windturbinepark en een kolencentrale waarin secundaire brandstoffen zoals biomassa mee werden gestookt. Per 1 januari 2016 is de bedrijfsvoering van de kolencentrale beëindigd. Deze centrale zal volledig worden ontmanteld.

**Wholesale** bestaat uit een handelsdivisie en een productiedivisie. Onderdeel van de productiedivisie zijn de gasgestookte centrales Sloe (840 MW, 50%-belang) en Elsta (405 MW, 25%-belang, 50% van de tolling), de biomassacentrale BMC Moerdijk (32 MW, 50%-belang), windparken (waaronder Gemini in 2016) en enkele WKK's, gasleidingen en gasopslag. De Elsta-centrale wordt eind 2018 verkocht aan Dow.

**Retail** bestaat uit een Energiedivisie (levering van elektriciteit, gas, water en warmte) en een MultiMediadivisie (producten en diensten op het gebied van internet, digitale en interactieve tv, digitale telefonie en radio- en tv-signalen). Klanten zijn huishoudens en kleine bedrijven.

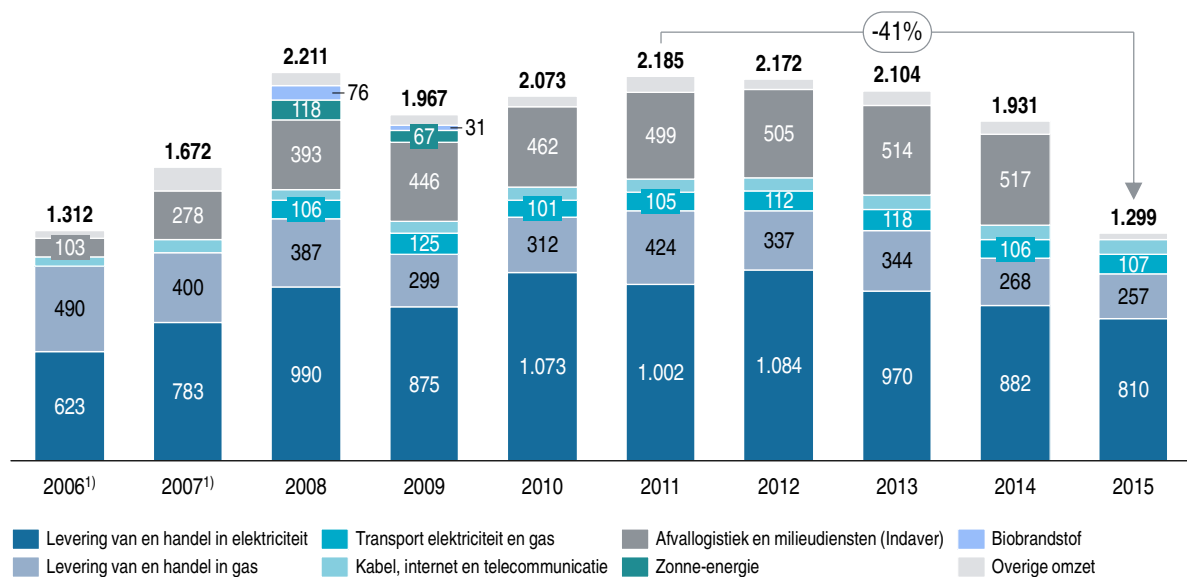
**Enduris B.V.** is de regionale netbeheerder voor elektriciteit en gas in de provincie Zeeland en is gehuisvest in Goes. Als netbeheerder zorgt Enduris voor het transport van elektriciteit

en gas van de energieleveranciers naar consumenten en zakelijke klanten binnen Zeeland. Dit doet zij door het aanleggen, onderhouden, beheren en ontwikkelen van de elektriciteits- en gasnetten en aansluitingen.

**Evides** is een waterbedrijf voor consumenten en grote industriële bedrijven in Nederland, België en Duitsland. Evides voorziet in drinkwater in de provincies Zuid-Holland, Noord-Brabant en Zeeland. De rol van Evides op het vlak van industriewater varieert van tijdelijke leverancier tot partner die de realisatie en bediening van waterzuiveringsinstallaties voor zijn rekening neemt. Evides is ook actief in het zuiveren van afvalwater en het hergebruik van gezuiverd afvalwater voor onder andere industriële toepassingen.

## 1.2 Het faillissement van Biovalue, de verkoop van Solland Solar en Indaver en de lage elektriciteitsprijs hebben de omzet bijna gehalveerd

In 2006 verwierf DELTA een belang van 65% in Biovalue, de eerste producent van biodiesel in Nederland. Tevens begon het met de bouw van de biomassacentrale BMC. In 2007 werd Biovalue operationeel. Daarnaast verwierf DELTA meerderheidsbelangen in Solland Solar (81%), een fabrikant van zonnecellen, en in Indaver (60%), een afvalverwerkingsbedrijf. In 2008 kocht DELTA de resterende 35% aandelen van Biovalue, werd de BMC geopend, breidde Solland Solar fors uit en vergrootte DELTA het belang in Indaver tot 75%.



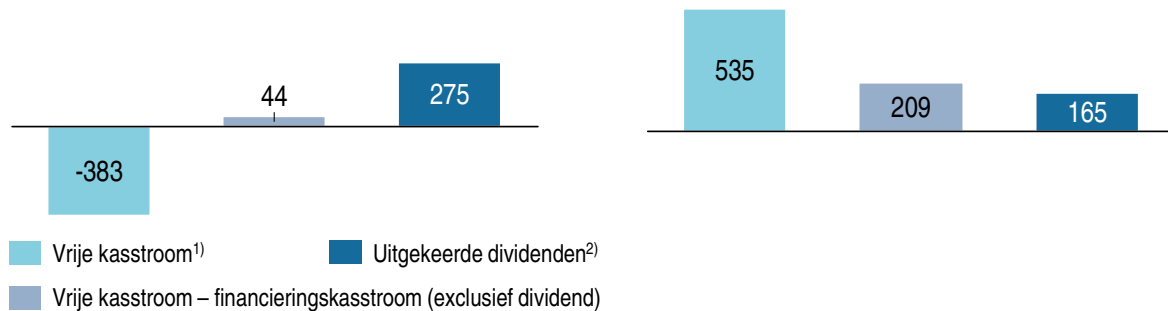
Figuur 3: Opbouw omzet DELTA 2006-2015 [EUR m]

2009 was een omslagpunt. Vanaf dat moment leden de dochterondernemingen Biovalue en Solland Solar grote verliezen. Op 14 december 2010 werd het faillissement over Biovalue uitgesproken. Op Solland Solar werd 260 miljoen euro afgeboekt, waarna het management van Solland Solar in 2011 het bedrijf kocht. Eveneens in 2011 besloten de aandeelhouders van EPZ om de kolencentrale eind 2015 uit bedrijf te nemen. In 2015 werd het inmiddels 75%-belang in Indaver verkocht aan Katoen Natie voor 416 miljoen euro, om de schuldpositie en liquiditeit van DELTA te verbeteren. Behalve door de verkoop van Indaver, daalde de omzet van DELTA de afgelopen jaren ook als gevolg van de lage elektriciteitsprijs. Tussen 2011 en 2015 daalde de omzet met 41% (zie Figuur 3). Als gevolg hiervan is in de periode 2011-2015 minder dividend uitgekeerd aan de Aandeelhouders dan in de periode 2006-2010 (zie Figuur 4).



Periode 2006-2010

Periode 2011-2015



1) Vrije kasstroom: operationele kasstroom + investeringskasstroom;

2) Vanwege de dividenuitkering is de provincie Zeeland gekort op financiële ondersteuning van het Rijk

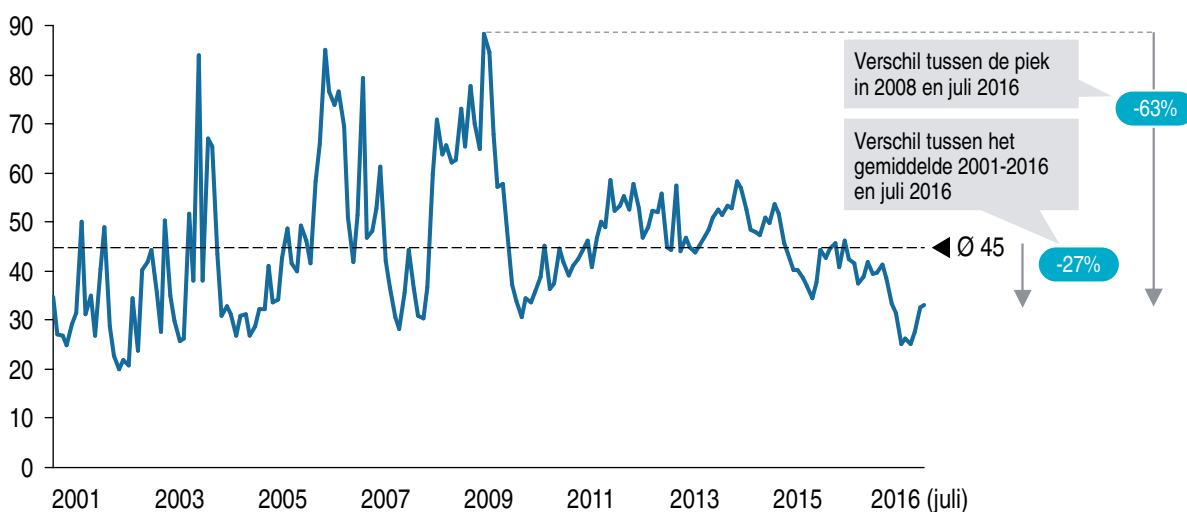
Figuur 4: Cumulatieve kasstroom en uitgekeerde dividenden DELTA 2006-2015 [EUR m]

DELTA dient uiterlijk 1 juli 2017 te hebben voldaan aan de splitsingseisen uit de Wet Onafhankelijk Netbeheer ('WON'). Deze datum is gesteld door de Autoriteit Consument en Markt.

### 1.3 Bij de huidige elektriciteitsprijs voorziet DELTA een liquiditeitstekort op de tollingovereenkomst met EPZ

Belangrijk voor de huidige en toekomstige liquiditeitspositie van de tollingovereenkomst met EPZ is de ontwikkeling van de elektriciteitsprijs. De gemiddelde elektriciteitsprijs over de afgelopen 15 jaar bedroeg EUR 45/MWh. De elektriciteitsprijs in juli 2016 van 33/MWh was lager (zie Figuur 5).

Als gevolg van deze lage elektriciteitsprijs lijdt DELTA verlies op het 70%-belang in EPZ (omdat DELTA aan EPZ een kostprijs-plus-vergoeding betaalt die hoger is dan de huidige marktprijs). Op basis van de meest recente marktprojecties (zoals die van Pöyry en de Nationale Energieverkenning) verwacht DELTA dat deze situatie zal voortduren tot 2021 en vanaf 2021 zal verbeteren.



Figuur 5: Wholesale-prijs elektriciteit Nederland (Day Ahead 24 Hour Spot Index [EUR/MWh] (2001-2016)

Ook voor het onderdeel Wholesale verwacht DELTA een liquiditeitstekort. Vanwege de gasgestookte centrales van Wholesale hangt de liquiditeit naast de elektriciteitsprijs ook af van de gasprijs. De 'spark spread' (elektriciteitsopbrengst minus de inkoopkosten van het gebruikte gas) is momenteel te laag om de overige kosten te dekken.

Als gevolg van de verplichte afsplitsing van Enduris en de verslechterde markomstandigheden moet DELTA bovendien rekenen op een verlaging van de credit rating. Omdat voor DELTA lenen hierdoor duurder wordt en DELTA meer liquide middelen achter de hand moet houden, leidt dit tot verdere druk op de kaspositie.

DELTA heeft de beschikking over een kredietfaciliteit van 200 miljoen euro. Deze is echter primair bedoeld voor de financiering van werkkapitaal en niet voor structurele liquiditeitstekorten.

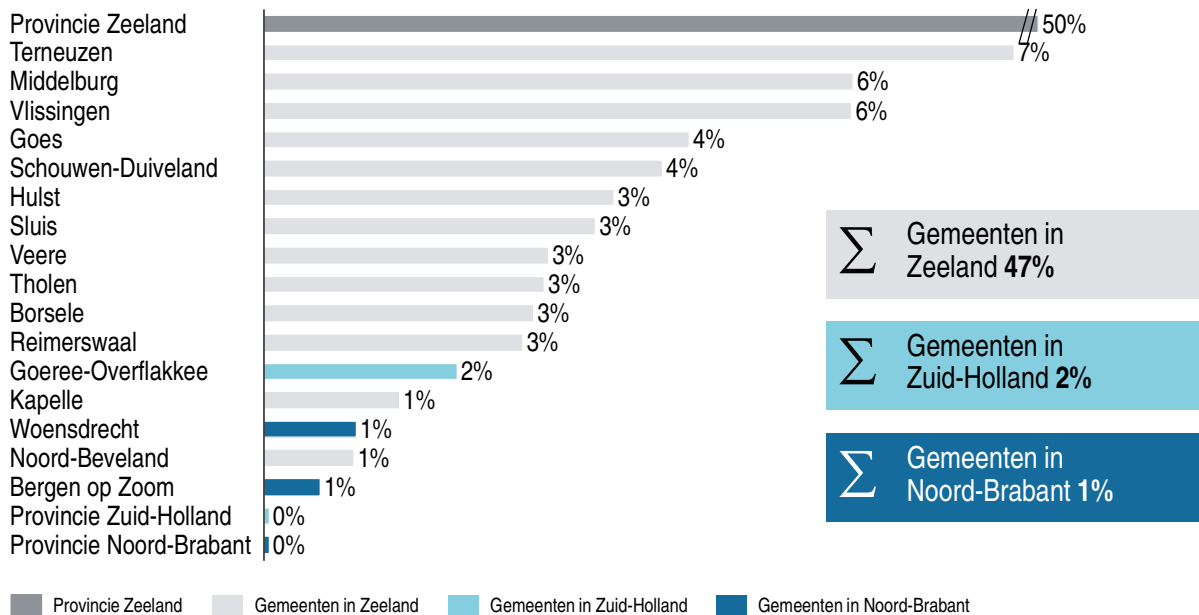
***1.4 DELTA kan bedrijfsonderdelen verkopen aan derden om liquiditeit te genereren ('oplossingsscenario 0'). Dit wordt door DELTA en haar aandeelhouders als onwenselijk gezien omdat het mogelijk leidt tot verlies van werkgelegenheid in Zeeland en schade aan de economische structuur***

Wanneer het Rijk geen financiële ondersteuning biedt, kan DELTA liquiditeit genereren door bedrijfsonderdelen te verkopen. Vanwege de verplichte splitsing en de beperkte financiële middelen van de Aandeelhouders zal in ieder geval Enduris aan derden moeten worden verkocht. Deze derden zullen conform de Wet Onafhankelijk Netbeheer publieke aandeelhouders moeten zijn. DELTA en haar aandeelhouders achten verkoop van Enduris onwenselijk, omdat dit mogelijk zal leiden tot banenverlies in Zeeland; 150-200 fte, bovenop een mogelijk verlies van 135-175 fte door efficiëntieverbeteringen bij de overige onderdelen. Indien de elektriciteitsprijs laag blijft, moet DELTA op termijn ook nog andere bedrijfsonderdelen verkopen. Een verkoop van het onderdeel Retail kan leiden tot een additionele 90-220 fte verlies van werkgelegenheid in Zeeland (bovenop het verlies van werkgelegenheid als gevolg van efficiëntie).

***1.5 Omdat zij aangeven niet te beschikken over voldoende financiële middelen om zelf een oplossing te bewerkstelligen, hebben de aandeelhouders van DELTA het Rijk om hulp gevraagd – mede ook omdat zij de kerncentrale Borssele als nationaal belang zien***

DELTA's aandeelhouders zijn 16 Zeeuwse en Noord-Brabantse gemeenten en de provincies Zeeland, Noord-Brabant en Zuid-Holland (zie Figuur 6). Zeeland is met 50% grootaandeelhouder, gevolgd door Terneuzen (7%), Middelburg (6%) en Vlissingen (6%).

Op 25 mei jl. hebben de Aandeelhouders een brief aan het kabinet gestuurd. Daarin hebben zij de problematiek rond EPZ geschetst en het Rijk om hulp gevraagd. Een samenvatting van deze brief hebben DELTA en haar aandeelhouders op 14 juni jl. aan de Tweede Kamer gestuurd.



*Figuur 6: Verdeling aandeelhouderschap DELTA in [% van aandelen]*

De door de aandeelhouders van DELTA voorgestelde oplossing bestaat uit de volgende onderdelen:

- > EPZ wordt gescheiden van de overige activiteiten van DELTA en ondergebracht in een Stichting EPZ;
- > De aandeelhouders van DELTA kopen de aandelen van Enduris en het 50%-belang in Evides van DELTA voor 0 euro;
- > De aandeelhouders van DELTA herfinancieren de aandelen Evides en onttrekken liquide middelen aan Enduris (zodanig dat Enduris blijft voldoen aan de financiële ratio's, die worden voorgeschreven door het Besluit financieel beheer netbeheerder). In combinatie met een pro rata bijdrage van RWE is hierdoor circa 300 miljoen euro beschikbaar voor het dekken van de voorziene liquiditeitstekorten van de Stichting EPZ, het financieren van deze tekorten en de kosten van de Stichting EPZ;
- > Het Rijk wordt gevraagd een bijdrage te leveren in de vorm van een staatsgarantie op een commerciële kredietfaciliteit van 600 miljoen euro. Deze kredietfaciliteit is bedoeld ter dekking van mogelijke additionele onvoorziene liquiditeitstekorten van Stichting EPZ. Het Rijk ontvangt voor de garantiestelling een marktconforme garantiepremie. Doordat het Rijk met de garantiestelling in feite garant staat voor het restrisico is dit een lange termijn oplossing voor EPZ;
- > Retail wordt verkocht aan een derde partij. De opbrengsten uit de verkoop komen ten goede aan DELTA. Deze opbrengsten kunnen worden aangewend voor de voorziene liquiditeitstekorten bij Wholesale;
- > Vanwege het voorbereidingsproces voor de verplichte afsplitsing van Enduris op uiterlijk 1 juli 2017 vragen DELTA en haar aandeelhouders uiterlijk medio oktober duidelijkheid van het Rijk over mogelijke betrokkenheid.

Doel van de aandeelhouders van DELTA is het bereiken van een solide oplossing voor EPZ, naast het behouden van werkgelegenheid voor Zeeland.

## 2. Opdrachtstelling en proces

### ***2.1 Het Rijk heeft aan DELTA, de aandeelhouders van DELTA, EPZ en RWE aangeboden de situatie bij DELTA en EPZ gezamenlijk in kaart te brengen en mogelijke risico's en oplossingen uit te werken en extern te laten valideren***

In reactie op de brief van de aandeelhouders van DELTA heeft het kabinet op 8 juni 2016 te kennen gegeven niet te kunnen concluderen dat financiële ondersteuning nodig is om de continuïteit van de (veilige) exploitatie van de kerncentrale Borssele te borgen. Om een beter beeld te krijgen van de precieze financiële situatie en de mogelijke inspanningen van de Aandeelhouders en om voorbereid te zijn op onvoorziene aanvullende financiële tegenvallers (zoals een verdere daling van de energieprijzen dan waar de marktverwachtingen rekening mee houden) heeft het kabinet DELTA, haar aandeelhouders, EPZ en RWE aangeboden om de verschillende risico's op dergelijke aanvullende financiële tegenvallers samen in kaart te brengen en scenario's uit te werken en extern te laten valideren.

### ***2.2 Het onderzoek is opgedeeld in twee deelonderzoeken: een onderzoek naar specifieke nucleaire vraagstukken, inclusief scenario's voor vervroegde sluiting van de kerncentrale, en een onderzoek gericht op het beoordelen van de financiële positie van DELTA en EPZ, het inzichtelijk maken van risico's voor de toekomstige exploitatie van DELTA en EPZ en het uitwerken van scenario's***

Het deelonderzoek naar specifieke nucleaire vraagstukken is uitgevoerd door de Commissie Holtkamp. Met deze opdracht is inzicht verkregen in de kosten van het in bedrijf houden van de kerncentrale Borssele en de kosten voor buitengebruikstelling, ontmanteling en opruiming op drie momenten: acuut in 2017, gepland in 2023 of regulier in 2033. De hoofdconclusies van het deelonderzoek van de Commissie Holtkamp maken onderdeel uit van het bredere onderzoek (zie hiervoor hoofdstuk 4).

Opdrachtstelling van het voorliggende bredere onderzoek is het beoordelen van de financiële positie van DELTA en EPZ, het inzichtelijk maken van risico's voor de toekomstige exploitatie van DELTA en EPZ en het uitwerken van scenario's die gegeven de financiële draagkracht van EPZ, DELTA en haar aandeelhouders, de continuïteit rond de exploitatie van kerncentrale Borssele en de publieke belangen zo goed mogelijk borgen.

### ***2.3 Het onderzoek heeft gelopen van 25 juli tot 5 oktober 2016 onder begeleiding van een stuurgroep met alle direct betrokkenen***

Het onderzoek startte op 25 juli 2016 met een kick-off-bijeenkomst en eindigde op 5 oktober 2016 met de oplevering van het voorliggende rapport. Gedurende het onderzoek hebben, naast de kick-off bijeenkomst, nog vier stuurgroepbijeenkomsten plaatsgevonden. De stuurgroep bestond uit een vertegenwoordiging van de direct betrokken organisaties, lokale overheden en ministeries: de Provincie Zeeland, de Gemeente Borsele, RWE, DELTA, EPZ, het ministerie van Economische Zaken, het ministerie van Infrastructuur en Milieu, het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties en het ministerie van Financiën en de Autoriteit Nucleaire Veiligheid en Stralingsbescherming (ANVS).

### 3. Aanpak van het onderzoek

#### **3.1 Voor dit onderzoek zijn, naast de validatie van de financiële positie van DELTA en EPZ, drie scenario's voor sluiting van de kerncentrale en tien mogelijke oplossingsscenario's gedefinieerd en getoetst**

Voor de sluitingsscenario's van de kerncentrale heeft het Rijk de Commissie Holtkamp opdracht gegeven onderzoek te doen naar de operationele kosten en de kosten van drie sluitingsscenario's (zie sectie 3.2).

Voor mogelijke oplossingen voor de situatie bij DELTA en EPZ heeft de stuurgroep samen met Roland Berger tien mogelijke oplossingsscenario's gedefinieerd (zie sectie 3.3). Voor het toetsen van deze mogelijke oplossingsscenario's zijn vier toetsingscriteria vastgesteld: conformiteit met de randvoorwaarden die het Rijk heeft gesteld, de financiële impact van scenario's op DELTA, de impact op de economische structuur en de realiseerbaarheid op de korte termijn.

De conformiteit met de randvoorwaarden betreft conformiteit met de randvoorwaarden die voorafgaand aan het onderzoek door het Rijk zijn gesteld (zie sectie 3.4). De financiële impact is de impact op de liquiditeit van DELTA (en daarmee de financiële middelen die beschikbaar zijn voor het opvangen van de tekorten bij EPZ en Wholesale). Om deze financiële impact te bepalen is een liquiditeitsmodel voor DELTA opgesteld. De liquiditeit van DELTA is doorgerekend met verschillende prijsvoorspellingen (zie sectie 3.5). Voor de impact op de economische structuur is per oplossingsscenario bepaald wat de impact is op de werkgelegenheid (zie sectie 3.6) en op de financiën van de lokale overheden (in het geval dat een scenario leidt tot zware druk op de financiën van gemeentes en/of provincie zullen deze overheden minder bestedingsruimte hebben voor andersoortige versterking van de Zeeuwse economische structuur). Voor de realiseerbaarheid op de korte termijn is getoetst hoe complex de beoogde transacties zijn en hoeveel partijen daarbij betrokken zijn.

#### **3.2 Het Rijk heeft de Commissie Holtkamp opdracht gegeven onderzoek te doen naar de operationele kosten en de kosten van drie sluitingsscenario's**

Het Rijk heeft opdracht gegeven aan de Commissie Holtkamp een validatie uit te voeren van de onderliggende aannames bij de schattingen van de operationele kosten en de kosten van drie sluitingsscenario's van de kerncentrale Borssele:

- > Operationele kosten 2016-2033 inclusief benodigde (veiligheids-)investeringen;
- > Operationele kosten en beschikbaarheid (productie) van de kerncentrale Borssele 2016-2033;
- > Kosten van de uitbedrijfname en ontmanteling in het geval van reguliere uitbedrijfname en ontmanteling (2033);
- > Additionele kosten, investeringen en besparingen in het geval van acute uitbedrijfname en ontmanteling (2017);
- > Additionele kosten, investeringen en besparingen in het geval van geplande vervroegde uitbedrijfname en ontmanteling (2023).

### 3.3 De stuurgroep heeft samen met Roland Berger tien mogelijke oplossingen gedefinieerd voor de situatie bij DELTA en EPZ

Elk van de gedefinieerde oplossingsscenario's omvat de afsplitsing van Enduris. Tevens voorziet elk scenario in de verkoop van één of meer bedrijfsonderdelen om liquiditeit te genereren. De oplossingsscenario's zijn:

- > **1A. Basisscenario – Aandeelhouders van DELTA kopen Enduris van DELTA en andere onderdelen worden niet verkocht**  
De aandeelhouders van DELTA kopen Enduris tegen de marktconforme waarde van DELTA. De Aandeelhouders sluiten hiervoor een lening af bij een bank;
- > **1B. Basisscenario – Derden kopen Enduris van DELTA en andere onderdelen worden niet verkocht**  
DELTA verkoopt Enduris tegen de marktconforme waarde aan een derde partij. Conform de eisen van de WON moet deze derde partij een publieke aandeelhouder of een onderneming in handen van een publieke aandeelhouder zijn;
- > **2A. Newco koopt Enduris van DELTA en Retail wordt verkocht – Rol Rijk**  
De aandeelhouders van DELTA richten een Newco op die Enduris koopt van DELTA tegen de marktconforme waarde. De Newco leent hiertoe bij het Rijk of bij een bank met staatsgarantie. De lening wordt afgelost uit het dividend van Enduris. Ook wordt Retail verkocht aan een derde partij;
- > **2B. Newco koopt Enduris van DELTA en Retail wordt verkocht – Geen rol Rijk**  
Oplossingsscenario 2B is grotendeels vergelijkbaar met 2A. Het belangrijkste verschil is dat de Newco bij een bank leent en dat de aandeelhouders van DELTA hiervoor garantstaan;
- > **3A. Newco koopt Enduris en het 50%-belang in Evides van DELTA en Retail wordt verkocht – Rol Rijk**  
De aandeelhouders van DELTA richten een Newco op die Enduris en het 50%-belang in Evides koopt van DELTA tegen de marktconforme waarde. De Newco leent hiertoe bij het Rijk of bij een bank met staatsgarantie. De lening wordt afgelost uit het dividend van Enduris. EPZ wordt ondergebracht in de Stichting EPZ. DELTA stort de opbrengst van de verkoop van Enduris en het 50%-belang in Evides door in Stichting EPZ. Tijdens de eventuele verdere uitwerking van dit oplossingsscenario moet worden bepaald of het 30%-belang van RWE in EPZ ook in Stichting EPZ wordt ondergebracht. Naast deze maatregelen wordt Retail verkocht aan een derde partij;
- > **3B. Newco koopt Enduris en het 50%-belang in Evides van DELTA, en Retail wordt verkocht – Geen rol Rijk**  
De aandeelhouders van DELTA richten een Newco op die Enduris en het 50%-belang in Evides koopt van DELTA tegen de marktconforme waarde. De Newco leent hiertoe bij een bank. Noch de aandeelhouders van DELTA, noch het Rijk staat garant. De lening wordt afgelost uit het dividend van Enduris. EPZ wordt, in tegenstelling tot in oplossingsscenario 3A, niet ondergebracht in een stichting. Retail wordt verkocht aan een derde partij;
- > **4. Het Rijk koopt tijdelijk Enduris en het 50%-belang in Evides van DELTA, en Retail wordt verkocht**  
Het Rijk koopt Enduris en het 50%-belang in Evides van DELTA tegen de marktconforme waarde. De intentie is dat de aandeelhouders van DELTA deze bedrijfsonderdelen terugkopen van het Rijk zodra hun financiën dit toelaten. Indien dit niet lukt, rest op termijn niets dan een verkoop door het Rijk aan derden, hetgeen in feite betekent dat wordt teruggevallen op oplossingsscenario 0;

> **5A. Bank verstrekt gegarandeerde commerciële kredietfaciliteit en Retail wordt verkocht – Rol Rijk**

EPZ wordt apart gezet van de overige activiteiten van DELTA en ondergebracht in Stichting EPZ. De aandeelhouders van DELTA kopen de aandelen van Enduris en het 50%-belang in Evides van DELTA voor 0 euro. De aandeelhouders van DELTA herfinancieren de aandelen Evides en onttrekken liquide middelen aan Enduris (zodanig dat Enduris blijft voldoen aan de financiële ratio's, die worden voorgeschreven door het Besluit financieel beheer netbeheerder). In combinatie met een pro rata bijdrage van RWE krijgt de Stichting EPZ hierdoor 300 miljoen euro aan liquide middelen ter beschikking voor het dekken van de voorziene liquiditeitstekorten. Retail wordt verkocht aan een derde partij. De opbrengsten uit de verkoop komen ten goede aan DELTA. Deze opbrengsten kunnen worden aangewend voor de voorziene liquiditeitstekorten bij Wholesale. Het Rijk verstrekt een staatsgarantie op een commerciële kredietfaciliteit van 600 miljoen euro ter dekking van de mogelijke onvoorziene liquiditeitstekorten van de Stichting EPZ. Het Rijk ontvangt voor de garantiestelling een marktconforme garantiepremie. Het Rijk staat met de garantie in feite garant voor al het restrisico;

> **5B. Bank verstrekt gegarandeerde commerciële kredietfaciliteit en Retail wordt verkocht – Geen rol Rijk**

Oplossingsscenario 5B kent dezelfde structuur als oplossingsscenario 5A. Het grote verschil is dat de garantie op de commerciële kredietfaciliteit niet door het Rijk wordt verstrekt, maar door de aandeelhouders van DELTA;

> **6. DELTA splitst gereguleerde onderdelen af naar haar aandeelhouders met garantie van waarde**

EPZ wordt apart gezet van de overige activiteiten van DELTA en ondergebracht in Stichting EPZ. De aandelen van Enduris en het 50%-belang in Evides worden via een dividenduitkering in natura overgedragen aan de aandeelhouders van DELTA. De aandeelhouders van DELTA storten het jaarlijkse dividend van Enduris en het 50%-belang in Evides in Stichting EPZ. Het Rijk verstrekt een lening (of garantie op een lening) voor het geval het dividend niet voldoende is om de tekorten van EPZ te dekken. Retail wordt verkocht aan een derde partij.

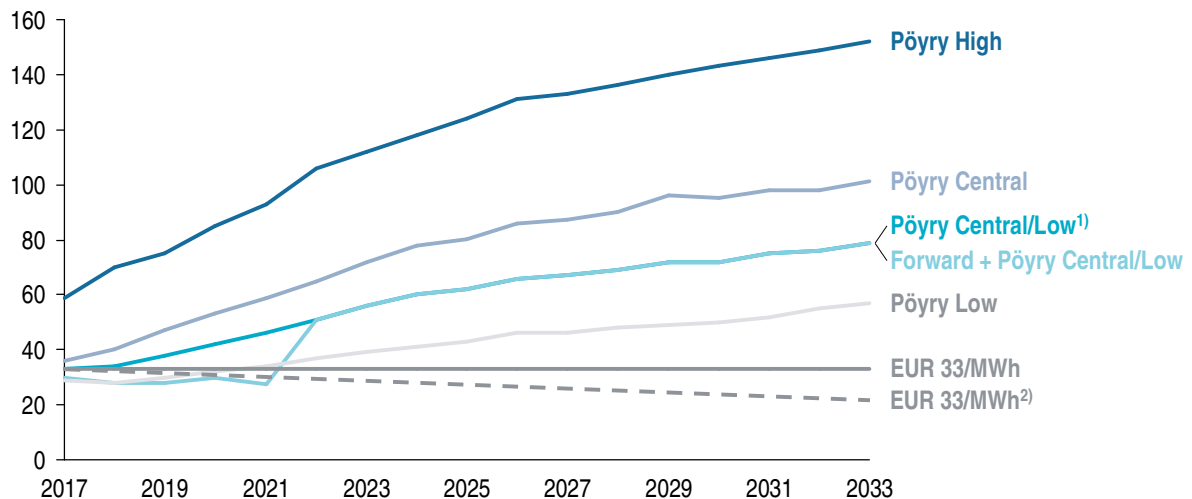
### **3.4 Voorafgaand aan het onderzoek zijn door het Rijk vijf randvoorwaarden gesteld**

Voorafgaand aan het onderzoek heeft het Rijk randvoorwaarden gesteld waaraan iedere potentiële oplossing in ieder geval moet voldoen:

- > De borging van de publieke belangen nucleaire veiligheid en leveringszekerheid mag niet in het geding komen;
- > EPZ en haar aandeelhouders zijn verantwoordelijk voor de bekostiging van de (exploitatie van de) kerncentrale Borssele en de ontmanteling en opruiming ervan;
- > DELTA en haar aandeelhouders zijn verantwoordelijk voor de financiële situatie bij DELTA;
- > DELTA dient uiterlijk 1 juli 2017 te hebben voldaan aan de splitsingseisen uit de Wet Onafhankelijk Netbeheer;
- > Er wordt voldaan aan overige wet-, regelgeving en beleidskaders (o.a. Wet FIDO, nota deelnemingenbeleid 2013, staatssteunkaders) – geen onrechtmatige benadeling van schuldeisers.

### 3.5 De oplossingsscenario's zijn doorgerekend met prijsvoorspellingen van Pöyry en twee aanvullende voorspellingen met een conservatieve prijsverwachting

DELTA is bij haar prognoses uitgegaan van de prijsvoorspellingen van Pöyry, een gerenommeerd advieskantoor gericht op de energiesector. Pöyry hanteert drie scenario's: High, Central en Low. Tevens is DELTA uitgegaan van het gemiddelde van de Pöyry scenario's Central en Low. In alle vier de scenario's herstelt de markt, alleen verschillen de timing en de mate waarin.



1) Geen specifiek Pöyry scenario maar het gemiddelde van Pöyry Central en Pöyry Low  
2) De elektriciteitsprijs in dit scenario is niet geïndexeerd en loopt daardoor feitelijk naar beneden

Figuur 7: Elektriciteitsprijs marktscenario's 2017-2033 [EUR/MWh]

Omdat de huidige marktprijzen zich bevinden onder de niveaus van de uitgangspunten van Pöyry, zijn in het onderzoek twee conservatieve scenario's toegevoegd (zie Figuur 7). Het eerste gaat voor de eerste 5 jaar uit van de forward curves (prijsniveaus zoals deze worden gehanteerd door handelaren en daarmee de meest actuele informatie) en gaat vervolgens over in het gemiddelde van de Pöyry-scenario's Central en Low. Het tweede veronderstelt een constant prijsniveau van EUR 33/MWh. Omdat dit prijsniveau (in tegenstelling tot de andere prijsniveaus) niet wordt geïndexeerd, is dit in feite een dalend prijsniveau.



### 3.6 Voor elk oplossingsscenario is de impact op de werkgelegenheid in kaart gebracht

De impact op de werkgelegenheid is onderverdeeld in de impact als gevolg van een efficiëntieslag binnen de organisatie (welke los staat van eventuele transacties) en de aanvullende impact als gevolg van het verkopen van bedrijfsonderdelen (zie Figuur 8).

Oplossingsscenario			Impact op werkgelegenheid (# fte)	
			Efficiëntie	Transactie
1	A	Verkoop Enduris aan Aandeelhouders DELTA	135-175	-
1	B	Verkoop Enduris aan derden	135-175	150-200
2	A	Newco koopt Enduris – Rol Rijk	65-95	160-300
2	B	Newco koopt Enduris – Geen rol Rijk	65-95	160-300
3	A	Newco koopt Enduris en Evides – Rol Rijk	65-95	160-300
3	B	Newco koopt Enduris en Evides – Geen rol Rijk	65-95	160-300
4		Tijdelijke verkoop bedrijfsonderdelen	65-95	160-300
5	A	Garantie op kredietfaciliteit – Rol Rijk	65-95	160-300
5	B	Garantie op kredietfaciliteit – Geen rol Rijk	65-95	160-300
6		Afplitsen geregeerde onderdelen met garantie van waarde	65-95	160-300

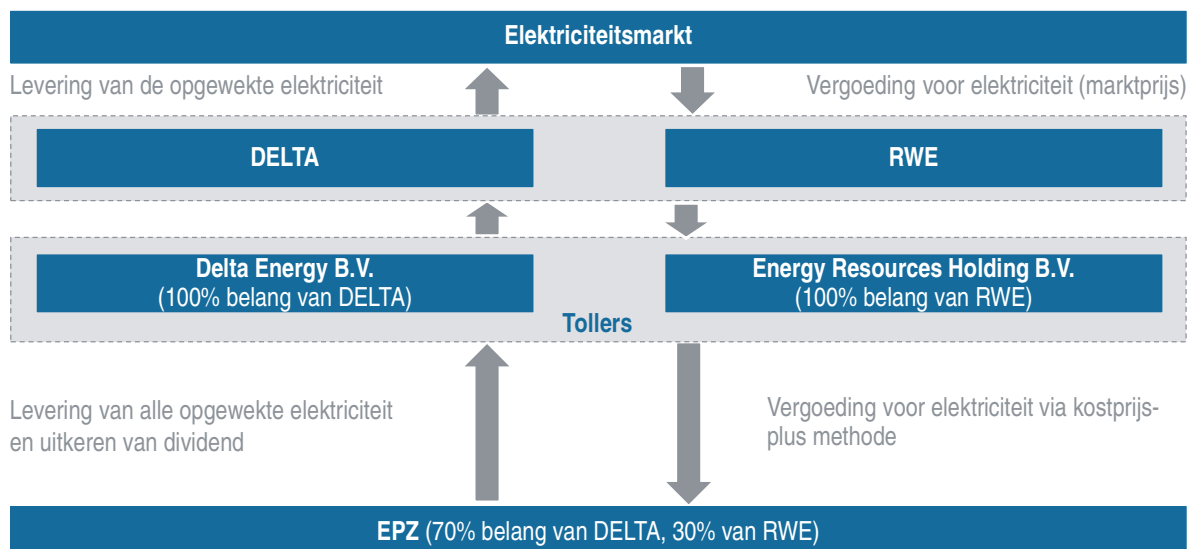
abc Oplossingsscenario's zonder een stichting    abc Oplossingsscenario's met een stichting

Figuur 8: Impact op werkgelegenheid (# fte) per oplossingsscenario

## 4. Analyse van mogelijke sluitingsscenario's van EPZ

### 4.1 De opbrengsten en winst van EPZ zijn gegarandeerd door de tollingovereenkomst met DELTA en RWE

De opbrengsten van EPZ komen tot stand op basis van een tollingovereenkomst met DELTA (70%) en RWE (30%). Hierdoor zijn de opbrengsten en winst van EPZ gegarandeerd en ligt het financiële risico bij de tollers (DELTA en RWE). Wanneer de marktprijs van elektriciteit onder de doorberekende kostprijs ligt (zoals momenteel het geval is), is de overeenkomst voor de tollers dus verlieslatend.



Figuur 9: Werking tollingovereenkomst (vereenvoudigd)

EPZ bouwt in Stichting Beheer Ontmantelingsgelden Kerncentrale Borssele en op de eigen balans middelen op om de amovering per 2033 te kunnen bekostigen. De ontmanteling en bijbehorende kosten en investeringen zijn vastgelegd in het ontmantelingsplan dat in 2011 door de toenmalige minister van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie is goedgekeurd.

### 4.2 DELTA en RWE lijden in bijna alle marktscenario's tijdelijk verlies op de tollingovereenkomst – in de lage scenario's is dit verlies blijvend

Door de huidige lage elektriciteitsprijzen lijden de tollers (DELTA en RWE) verlies en ontstaat een liquiditeitstekort. In de lage marktscenario's is dit tekort blijvend. In de scenario's Forward + Pöyry Central/Low en Pöyry Central/Low herstelt de markt op termijn en ontstaat richting 2033 een liquiditeitsoverschot. In het scenario Pöyry Central is op korte termijn al sprake van een overschot voor de tollers en in het scenario Pöyry High is er direct een overschot. Bij ongeplande stilstand van de kerncentrale zal de liquiditeitsbehoefte toenemen.

### **4.3 De Commissie Holtkamp heeft de aannames van EPZ voor operationele kosten valide bevonden, maar onderstreept het risico op significant hogere kosten bij vervroegde sluiting**

De Commissie kan zich in algemene zin, onder de voorwaarde dat de bestaande tollingovereenkomst wordt gecontinueerd, goed vinden in de aannames die ten grondslag liggen aan de drie beschreven sluitingscenario's en de daaruit voortvloeiende kostenschattingen.

Er zijn een paar uitzonderingen:

- > De Commissie Holtkamp adviseert om de reële rekenrente van 1,5% niet toe te passen gedurende de gehele looptijd tot de reguliere sluiting in 2033, maar vanaf 2020 te rekenen met een rekenrente van 2% of 2,5%. In alle scenario's gebruikt EPZ een reële rekenrente (rente min inflatie) van 1,5% over alle jaren. Dit uitgangspunt is gebaseerd op de rente in de jaarrekening 2015, die gekoppeld is aan rentetarieven van hoogwaardige ondernemingsobligaties. In 2015 is voor het eerst het percentage van 1,5% in plaats van 2,5% gehanteerd, hetgeen geresulteerd heeft in een extra last van ruim 6 miljoen euro. Gezien de ontwikkelingen op rentegebied is de Commissie Holtkamp het eens met deze stap, maar de vraag is of dit uitgangspunt in de komende 16, 17 jaar gehandhaafd moet blijven. In de sluitingscenario's gaat EPZ er vanuit dat in de jaren 2020 tot 2023 de prijzen van elektriciteit zullen stijgen. Een dergelijke stijging lijkt vooral verband te houden met een stijging van de olieprijs. Een stijging van de olieprijs heeft zeker invloed op de inflatie en daarmee op de hoogte van de rente op de kapitaalmarkt. Naar de mening van de Commissie is het dan ook aan te bevelen de diverse scenario's door te rekenen met een rekenrente van 2% en/of 2,5% vanaf 2020;
- > In het concept-ontmantelingsplan van 2016 is aangegeven dat een wijziging in de vrijgavewaarden onder invloed van nieuwe Europese regelgeving voor onder meer Cobalt-60 kan leiden tot hogere kosten. Cobalt-60 is een radionuclide dat door langdurige neutronenbestraling gevormd wordt in stalen constructies – zoals een reactorvat. In het ontmantelingsplan wordt ook rekening gehouden met hogere kosten ten gevolge van wijzigingen in de gehanteerde aannames bij de diverse projecten. In dit verband kan worden opgemerkt dat de kans op een verlaging van de vrijgavewaarden voor met name Cobalt-60 in de komende periode wordt geschat op 80%. Dit zal zeker leiden tot hogere kosten door grotere inspanningen voor verwerking van materialen of door grotere hoeveelheden radioactief afval;
- > Er bestaat een reële kans dat de post-operationele fase bij acute of vervroegde sluiting langer duurt dan in eerste instantie is aangenomen. Dit leidt onvermijdelijk tot hogere kosten;
- > Met name de onzekerheden die verband houden met de duur van de post-operationele fase en met de afkoop en/of ontbinding van lopende contracten, vormen hierin een cruciale factor. De Commissie Holtkamp acht het daarom zeer wel mogelijk dat de kosten van vervroegde sluiting van de kerncentrale nog substantieel hoger zullen uitvallen.

Voor meer details zie het eindrapport van de Commissie Holtkamp.

#### **4.4 Acute sluiting in 2017 of geplande (vervroegde) sluiting in 2023 is onder alle marktscenario's duurder dan reguliere sluiting in 2033**

Pas bij een elektriciteitsprijs die structureel ver onder de huidige marktprijs ligt, is vervroegde sluiting financieel aantrekkelijker.

Het eerder dan gepland sluiten van de kerncentrale Borssele leidt tot extra kosten. Zodra de bedrijfsvoering eindigt, heeft EPZ de wettelijke verplichting om te beginnen met de buitengebruikstelling en (de voorbereiding van) de ontmanteling van de kerncentrale Borssele. Zolang er splijtstoffen op de locatie aanwezig zijn, zullen alle veiligheidsvoorschriften volledig in stand blijven. Dit betekent dat de regelzaal vrijwel volledig bezet blijft en dat alle personen die taken uitvoeren in het kader van beveiliging en veiligheid dit gedurende langere tijd blijven doen.

Deze zogenoemde post-operationele fase duurt bij vervroegde sluiting langer dan bij reguliere sluiting, doordat de reguliere en zorgvuldig geplande splijtstofcyclus wordt verstoord. EPZ heeft gekozen voor een gesloten splijtstofcyclus. Dit houdt in dat de bestraalde splijtstof wordt opgewerkt in Frankrijk. Het niet gebruikte uranium wordt daarbij teruggewonnen, evenals het tijdens het splijttingsproces gevormde plutonium. De brandstofcyclus is zodanig ontwikkeld dat bij bedrijfsvoering tot 2033 de cyclus gesloten blijft. Dit betekent dat het gerecycled uranium en plutonium in de kerncentrale Borssele worden hergebruikt. Sinds 2014 worden er brandstofelementen gebruikt met een mengsel van gerecycled uranium en plutonium (MOX). Hiervoor zijn speciale langetermijncontracten afgesloten met het bedrijf dat de opwerking verzorgt en met de brandstofleverancier. Deze contracten omvatten de brandstofcyclus van alle brandstof voor de bedrijfsvoering tot en met 2033. Bij acute ontmanteling moeten alle brandstof- en opwerkingscontracten worden ontbonden dan wel afgekocht. Dit scenario heeft daardoor verregaande consequenties. Bij geplande sluiting in 2023 spelen bovengenoemde factoren ook een rol, maar in mindere mate.

Bij continue bedrijfsvoering bevindt zich in het splijtstofopslagbassin een aantal onbestraalde splijtstofelementen. In hetzelfde splijtstofopslagbassin staan ook bestraalde splijtstofelementen. Dit betekent dat de onbestraalde splijtstofelementen radioactief besmet zijn. Bij acute sluiting van de kerncentrale Borssele moeten deze niet gebruikte splijtstofelementen worden afgevoerd naar de opwerkingsfabriek in Frankrijk of via een andere route worden verwerkt. De opwerkingsfabriek heeft echter geen vergunning om splijtstof met deze specificaties op te werken. Bovendien zijn er geen gecertificeerde transportcontainers beschikbaar voor besmette, onbestraalde splijtstof. Deze specifieke transportcontainers moeten speciaal worden ontworpen en geconstrueerd. Vervolgens moeten deze vervoersverpakkingen door de drie betrokken landen (Frankrijk, België en Nederland) vergund en gecertificeerd worden. Ten slotte zijn ook vergunningen nodig voor het feitelijke transport van deze containers. De doorlooptijd voor de ontwikkeling van nieuwe gecertificeerde containers wordt geschat op ten minste negen jaar, een termijn die ook geldt voor reguliere transportcontainers. Er is meer dan één container nodig.

De totale extra kosten voor EPZ ten gevolge van een acute sluiting eind 2017 ten opzichte van een reguliere sluiting in 2033, inclusief het tekort in de opbouw van het fonds voor de ontmanteling, worden door EPZ geschat op 1 tot 1,3 miljard euro. De totale extra kosten ten gevolge van een geplande vervroegde sluiting eind 2023 ten opzichte van een reguliere sluiting in 2033, inclusief het tekort in de opbouw van het fonds voor de ontmanteling, worden door EPZ geschat op 400 tot 700 miljoen euro. Niet direct aan een eerdere sluiting gerelateerde zaken zoals eventuele tekorten of overschotten bij de tollers ten gevolge van lage of hoge elektriciteitsprijzen of de kaspositie van EPZ zijn hierin niet meegenomen.

De Commissie Holtkamp is van mening dat de kostenschattingen in het algemeen en de additionele kosten in het bijzonder op een adequate en goed onderbouwde wijze zijn uitgevoerd. Wel wijst de Commissie Holtkamp op de grote onzekerheden die zijn verbonden aan de financiële gevolgen van de tussentijdse beëindiging van de lopende contracten m.b.t. de aankoop van de brandstoffen en de afvoer van de restproducten. Daarnaast is er een reële kans dat de post-operationele fase langer duurt dan aangenomen. Dit kan er toe leiden dat de daadwerkelijke kosten substantieel hoger zijn dan geschat.

Zie het rapport van de Commissie Holtkamp voor meer details betreffende de analyse van de sluitingsscenario's.

## 5. Evaluatie van oplossingsscenario's

### 5.1 De beschikbare financiële informatie van DELTA en EPZ is gevalideerd en waar nodig aangepast voor een realistische base case

De projecties van de bedrijfsonderdelen EPZ, Wholesale, Retail, Enduris en Evides zijn grotendeels valide bevonden. Waar nodig zijn aanpassingen doorgevoerd om een zo realistisch mogelijke base case te creëren. Ook voor wat betreft de waarderingen van de verschillende bedrijfsonderdelen is een 'hoog-over' validatie uitgevoerd. De combinatie van de projecties en waarderingen van de bedrijfsonderdelen vormt de basis voor het bepalen van de financiële impact van de oplossingsscenario's.

### 5.2 De oplossingsscenario's zijn getoetst op conformiteit met de door het Rijk gestelde randvoorwaarden, financiële impact voor DELTA, impact op de Zeeuwse economische structuur en realiseerbaarheid op de korte termijn

De oplossingsscenario's zijn getoetst op conformiteit met de door het Rijk gestelde randvoorwaarden, financiële impact voor DELTA, impact op de Zeeuwse economische structuur en realiseerbaarheid op de korte termijn (zie hoofdstuk 3 voor een nadere toelichting).

Oplossingsscenario			Conformiteit met randvoorwaarden	Financiële impact DELTA (achtervang EPZ)	Impact op de economische structuur	Realiseerbaarheid op de korte termijn
1	A	Verkoop Enduris aan Aandeelhouders DELTA	Korte termijn   Langere termijn			
1	B	Verkoop Enduris aan derden	Korte termijn   Langere termijn			
2	A	Newco koopt Enduris – Rol Rijk				
2	B	Newco koopt Enduris – Geen rol Rijk			<sup>1)</sup>	
3	A	Newco koopt Enduris en Evides – Rol Rijk				
3	B	Newco koopt Enduris en Evides – Geen rol Rijk				
4		Tijdelijke verkoop bedrijfsonderdelen				
5	A	Garantie op kredietfaciliteit – Rol Rijk				
5	B	Garantie op kredietfaciliteit – Geen rol Rijk			<sup>1)</sup>	
6		Afsplitsen gereguleerde onderdelen met garantie van waarde				

1) Impact in geval van getrokken garantie (links) of niet getrokken garantie (rechts)

abc Oplossingsscenario's zonder een stichting    abc Oplossingsscenario's met een stichting    ● Relatief goede score    ✓ Voldoet    ✗ Voldoet niet

Figuur 10: Samenvatting toetsing van de oplossingsscenario's op vier onderdelen

Doordat Enduris in oplossingsscenario 1A niet aan derden wordt verkocht, wordt in dit oplossingsscenario de minste impact op de werkgelegenheid voorzien. Hier staat tegenover dat de aankoop van Enduris door de aandeelhouders van DELTA zwaar zal drukken op de financiën van de Aandeelhouders. De realiseerbaarheid van een lening door de aandeelhouders van DELTA voor het aankopen van Enduris wordt dan ook als laag gezien. Doordat alleen de verkoop van Enduris wordt voorzien, zal er mogelijk na een aantal jaren weer druk ontstaan op de financiële middelen van DELTA. Om deze reden scoort oplossingsscenario 1A slecht op de financiële impact op DELTA. Bij de toetsing aan de randvoorwaarden is vastgesteld dat deze druk op de financiële middelen op termijn ook een bedreiging kan vormen voor de nucleaire veiligheid.

De verkoop van Enduris aan derden in oplossingsscenario 1B leidt naar verwachting tot een verlies van werkgelegenheid in Zeeland van 150-200 fte (bovenop een mogelijk verlies van 135-175 fte door efficiëntieverbeteringen bij de overige onderdelen en exclusief de gevolgen van een verkoop van Retail). De transactie op zichzelf is goed realiseerbaar, wel is er een financieel executierisico, omdat er voor Enduris als netwerkbedrijf niet veel mogelijke kopers zijn. Hierdoor zal mogelijk nog meer dan in oplossingsscenario 1A druk ontstaan op de financiën van DELTA. Bij de toetsing aan de randvoorwaarden is vastgesteld dat deze druk op de financiële middelen op termijn ook een bedreiging kan vormen voor de nucleaire veiligheid.

Oplossingsscenario 2A, de verkoop van Enduris aan een Newco en verkoop van Retail aan een derde partij, voldoet aan de randvoorwaarden, levert DELTA voldoende liquiditeit op en beperkt de impact op de economische structuur in Zeeland. Dit oplossingsscenario is bovendien relatief goed realiseerbaar.

Ook in oplossingsscenario 2B wordt Enduris verkocht aan een Newco en Retail aan een derde partij. In dit geval staan echter de Aandeelhouders garant voor een lening aan de Newco. De garantie heeft potentieel een grote impact op de financiën van de Aandeelhouders, zonder dat daar bezittingen tegenover staan. Indien de garantie niet verstrekt wordt, is het aantrekken van financiering waarschijnlijk niet mogelijk.

De oplossingsscenario's waarbij EPZ in een stichting wordt geplaatst (3A, 5A, 5B en 6) zijn moeilijk realiseerbaar op de korte termijn (door de oprichting van een stichting, verhangings van de tollingovereenkomst naar de stichting en een groot aantal betrokken partijen – hierdoor is mogelijk meer tijd nodig dan beschikbaar met het oog op de splitsingsdeadline van 1 juli 2017). De scenario's voldoen niet aan de randvoorwaarden, onder andere doordat EPZ en haar aandeelhouders niet verantwoordelijk zijn voor de bekostiging van de (exploitatie van de) kerncentrale Borssele en de ontmanteling en opruiming hiervan. Ook leiden deze scenario's tot het risico op een liquiditeitstekort bij het restant van DELTA.

Oplossingsscenario 3B, waarin DELTA Retail verkoopt aan derden en Enduris en het 50%-belang in Evides aan een Newco, voldoet aan de randvoorwaarden, levert DELTA voldoende liquiditeit op en beperkt de impact op de economische structuur. In dit scenario is echter voorzien dat geen van de betrokken partijen garantstaat voor de door de Newco aan te trekken kredietfaciliteit. Hierdoor zal het aantrekken van een kredietfaciliteit naar verwachting niet haalbaar zijn.

Oplossingsscenario 4, waarin Enduris en het 50%-belang in Evides tijdelijk door het Rijk worden gekocht (met de intentie tot latere terugkoop door de aandeelhouders van DELTA), voldoet aan de randvoorwaarden, levert DELTA voldoende liquiditeit op en beperkt de impact op de werkgelegenheid. De kans bestaat echter dat de aandeelhouders van DELTA ook op langere termijn geen middelen hebben tot terugkoop van de onderdelen. In dat geval moet er worden teruggevallen op verkoop aan derden (en zijn de effecten vergelijkbaar met die in oplossingsscenario 0).

De scenario's kunnen beschouwd worden als bouwstenen. Bij het uitwerken van een oplossing kunnen combinaties van deze bouwstenen worden gevormd. Bijvoorbeeld door in oplossingsscenario 2A naast Enduris ook Evides onder te brengen bij de Newco.



## Bijlage: Bronnen

Voor de totstandkoming van dit rapport is gebruikgemaakt van zowel vertrouwelijke als publieke databronnen:

- > Financiële en juridische informatie uit de DELTA-dataroom
- > Financiële en juridische informatie uit de EPZ-dataroom
- > Het rapport van de Commissie Holtkamp
- > Diverse publieke bronnen:
  - o Bloomberg, Power market Netherlands, prijsdata 13 september 2016
  - o Capital IQ, transactie multiples, prijsdata augustus 2016
  - o DELTA jaarverslagen 2006 t/m 2015
  - o Enduris jaarverslag 2015
  - o EPZ jaarverslagen 2010 t/m 2015
  - o Evides jaarverslagen 2010 t/m 2015
  - o Frontier Economics, Scenarios for the Dutch electricity supply system, september 2015
  - o ICE Endex, Dutch Power Baseload Futures, december 2015
  - o MergerMarkets, transactie multiples, prijsdata augustus 2016
  - o Nationale Energie Verkenning 2015
  - o Pöyry, Wholesale electricity price projections for Netherlands, december 2015
  - o Powerhouse, Forward curves, prijsdata 3 augustus 2016
  - o RWE, Risk premium in power markets, januari 2015
  - o World Energy Outlook 2015, International Energy Agency, november 2015

