



Onderzoeksrapport:

Overname Gasunie Deutschland Transport Services GmbH

(voorheen geheten: BEB Transport GmbH) door N.V. Nederlandse Gasunie

In opdracht van het Ministerie van Financiën



Rotterdam, oktober 2012

www.american-appraisal.com

Valuation / Transaction Consulting / Fixed Asset Management

Errare humanum est

Lucius Annaeus Seneca, 4 v.Chr. - 65 n.Chr., Romeins schrijver en filosoof

VOORWOORD

Aan: de Minister van Financiën

Rotterdam, 20 oktober 2012

Excellentie,

Hierbij bieden wij u aan ons onderzoeksrapport „Overname Gasunie Deutschland Transport Services GmbH (voorheen geheten: BEB Transport GmbH) door N.V. Nederlandse Gasunie”.

Hoogachtend,

American Appraisal B.V.

INHOUDSOPGAVE

VOORWOORD	I
INHOUDSOPGAVE	II
HOOFDSTUK 1: DE ONDERZOEKSOPDRACHT	1
1.1 Introductie en achtergrond	1
1.2 Onderzoeksopdracht en vraagstelling	2
1.3 Onderzoeksperiode	2
1.4 Ontvangen en bestudeerde informatie	3
1.5 Opzet van het onderzoek en beoordelingskader.....	4
1.6 Expertise van de onderzoekers.....	6
1.7 Tot slot.....	6
HOOFDSTUK 2: FEITENRELAAS	7
2.1 De overname van BEB.....	7
2.2 Regulering.....	12
2.3 Waardering.....	18
2.4 Koopprijsallocatie en afschrijvingen	21
2.5 Corporate governance en transactiedocumentatie.....	24
HOOFDSTUK 3: BEVINDINGEN, CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN	28
3.1 Algemeen en proces	28
3.2 Regulering.....	30
3.3 Waardering.....	33
3.4 Koopprijsallocatie en afschrijvingen	36
3.5 Corporate governance en transactiedocumentatie.....	39
TOT SLOT: VOORUITBLIK	43

HOOFDSTUK 1: DE ONDERZOEKSOPDRACHT

1.1 Introductie en achtergrond

De Staat der Nederlanden houdt een belang in verschillende ondernemingen. Namens de Staat beheert de Minister van Financiën het aandeelhouderschap van het merendeel van deze deelnemingen.

N.V. Nederlandse Gasunie (“**Gasunie**”) is één van deze staatsdeelnemingen. De Staat houdt 100% van de aandelen in het kapitaal van Gasunie. Investerings door Gasunie die een bedrag van 100 miljoen euro te boven gaan behoeven de goedkeuring van de Minister van Financiën.

Eind 2007 was Gasunie in de race voor de overname van alle aandelen in het kapitaal van BEB Transport GmbH (thans geheten: Gasunie Deutschland Transport Services GmbH; “**BEB**”). Als onderdeel van de transactie is daarnaast ook een kleiner gastransportnetwerkbedrijf en 100%-deelneming van ExxonMobil (ExxonMobil Gastransport Deutschland GmbH; “EMGTG”) mee verkocht (hierna gemakshalve tezamen met BEB Transport GmbH aangeduid als: “**BEB**”). BEB is eigenaar van een gastransportnetwerk in Noord-Duitsland. De BEB-aandelen waren destijds in handen van Shell en ExxonMobil.

Op 9 november 2007 heeft Gasunie het winnende overnamebod uitgebracht en eind november 2007 is de overnameovereenkomst door Gasunie als koper en Shell en ExxonMobil als verkopers ondertekend. De overnameprijs bedroeg 2,15 miljard euro. In juli 2008 zijn de aandelen in het kapitaal van BEB aan Gasunie geleverd en heeft Gasunie de overnameprijs betaald.

BEB is vervolgens als deelneming in de boeken van Gasunie geconsolideerd.

Sindsdien heeft een aantal significante afschrijvingen ten aanzien van het Duitse gastransportnetwerk van BEB plaatsgevonden. Per 31 december 2011 komt de totale netto afwaardering uit op 1,52 miljard euro (bruto afwaardering exclusief belastingvoordelen: 1,8 miljard euro). De kans op verdere afwaarderingen in de toekomst wordt niet uitgesloten geacht.

De reeks afwaarderingen heeft vragen opgeroepen, zowel bij de Staat als aandeelhouder van Gasunie als in de politiek.

Op 10 april 2012 heeft de Minister van Financiën in de Tweede Kamer der Staten-Generaal aangekondigd dat hij een onafhankelijk en extern onderzoek zal laten uitvoeren naar de gang van zaken.

1.2 Onderzoeksopdracht en vraagstelling

Doel van ons onderzoek is - kort gezegd - vast te stellen (i) wat er is gebeurd rond de overname, (ii) wat daarbij eventueel is misgegaan en (iii) welke lessen hieruit zijn te trekken voor de toekomst.

Meer specifiek betreft het onderzoek:

1. Feitenrelaas van de gang van zaken rond de overname.
2. Kwaliteit van de waardering van het Duitse netwerk, inclusief de onderliggende risico-inventarisatie en kwantificering daarvan.
3. Welke informatie bestond er over de Duitse regulering en hoe is deze verwerkt in de waardering en risicobeoordeling?
4. Hoe hebben de Raad van Bestuur, de Raad van Commissarissen en de aandeelhouder van Gasunie, kwalitatief gezien, de hun toebedeelde rol vervuld?
5. Was de, mede door de inhuur van adviseurs verkregen, informatie waarop deze organen van de vennootschap zich baseerden afdoende om hun rol te kunnen vervullen?
6. Zijn de keuzes die zijn gemaakt en de besluiten die zijn genomen in de redelijkheid te rechtvaardigen?
7. Hoe is de transactie na overname in de boeken verwerkt?
8. Hoe zijn de verschillende afwaarderingen tot stand gekomen en in de boekhouding verwerkt?
9. Welke lessen kunnen worden getrokken en welke aanbevelingen volgen daar uit?

1.3 Onderzoekperiode

Ons onderzoek strekt zich in de eerste plaats uit tot de gebeurtenissen die met betrekking tot de BEB-overname hebben plaatsgevonden in de periode tussen augustus 2007 (het moment waarop Gasunie voor het eerst werd benaderd ten aanzien van de verkoop van de BEB-aandelen door Shell en ExxonMobil) tot en met 22/23 november 2007 (datum ondertekening van de overnameovereenkomst).

In de tweede plaats strekt ons onderzoek zich uit tot de afschrijvingen die op diverse data in de jaren daarna hebben plaatsgevonden.

Ontwikkelingen die zich buiten de genoemde onderzoekperiode hebben voorgedaan en/of die geen betrekking hebben op de overname van BEB, hebben wij niet in ons onderzoeksrapport meegenomen.

Wij hebben ons onderzoek uitgevoerd in de periode tussen opdrachtverlening door het Ministerie van Financiën (op 11 mei 2012) en 20 oktober 2012 (oplevering van ons onderzoeksrapport aan het Ministerie van Financiën).

1.4 Ontvangen en bestudeerde informatie

Het Ministerie van Financiën en Gasunie hebben een selectie gemaakt van de bij hen aanwezige documentatie en informatie die voor ons onderzoek relevant zouden kunnen zijn en hebben deze aan ons ter beschikking gesteld. Wij hebben voor ons onderzoek gebruik gemaakt van deze selectie. Ook hebben wij een aantal openbare bronnen (persberichten, Kamerstukken, jaarverslagen van Gasunie, e.d.) geraadpleegd.

Wij hebben daarnaast gesproken met een aantal medewerkers van het Ministerie van Financiën, met medewerkers en (oud-)leden van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen van Gasunie en met enkele door Gasunie ingeschakelde adviseurs, die bij de overname van BEB en de daarop volgende afwaarderingen betrokken zijn geweest.

Met uitzondering van de genoemde openbare bronnen, zijn wij bij de uitvoering van ons onderzoek afhankelijk geweest van de van de zijde van het Ministerie van Financiën en Gasunie schriftelijk en mondeling verstrekte informatie. Wij kunnen niet instaan voor de juistheid en de volledigheid van de verstrekte informatie. Op punten hebben wij, indien wij daarvoor aanleiding zagen, verzocht om de verstrekking van aanvullende informatie, maar wij hebben geen zelfstandig onderzoek verricht of de aan ons verstrekte informatie een juist en volledig beeld geeft van de gang van zaken tijdens en na overname van BEB. Het Ministerie van Financiën en Gasunie hebben verklaard dat de verstrekte documentatie alle relevante informatie bevat die nodig is voor een goede oordeelsvorming in het kader van ons onderzoek.

Aangezien een aanzienlijk deel van de ontvangen informatie en documentatie bedrijfsvertrouwelijke en concurrentiegevoelige gegevens bevat over Gasunie en ons slechts onder toezegging van strikte vertrouwelijkheid ter beschikking is gesteld, hebben wij deze niet afzonderlijk in ons onderzoeksrapport kunnen benoemen of daarnaar kunnen verwijzen. Als gevolg daarvan kan het voorkomen dat de onderbouwing van onze bevindingen, conclusies en aanbevelingen, vanwege het feit dat deze op vertrouwelijk gegevens is gebaseerd, niet altijd (volledig) in ons onderzoeksrapport kon worden opgenomen. Dit doet naar onze mening niet af aan de beantwoording van de aan ons voorgelegde onderzoeksvragen.

1.5 Opzet van het onderzoek en beoordelingskader

In ons onderzoek hebben wij ons gericht op de de feiten, omstandigheden en risico's zoals deze voor Gasunie golden ten tijde van de (voorbereiding op de) overname van BEB eind 2007. De focus van ons onderzoek ligt op de regulering van overheidswege van de gastransportmarkt in Duitsland ten tijde van de overname, het daarvan afgeleide waarderingsmodel en de bijbehorende risicoanalyse zoals toegepast ten behoeve van de waardering van BEB-aandelen en de prijsbepaling tijdens de overname. Ook zijn enkele juridische aspecten, voornamelijk de verwerking van de transactierisico's in de overnameovereenkomst en de grondslag voor de besluitvorming door de verschillende organen van Gasunie, onderzocht.

Het onderzoek is uitgevoerd door de BEB-overname vanuit een holistisch, multidisciplinair en integraal perspectief te benaderen en te onderzoeken. De onderzoeksdoelstellingen zijn gerealiseerd middels een kwalitatieve en kwantitatieve analyse van de ontvangen informatie (dossieronderzoek en interviews). In ons onderzoek hebben de volgende vijf werkstromen centraal gestaan:

1. Feitenrelaas overname
2. Regulering gastransport in Duitsland in de jaren 2007 – 2012
3. Waarderingsvraagstukken tijdens overname en financiële verwerking van de overname in de jaarrekening van Gasunie
4. Juridische aspecten overnamedocumentatie en grondslagen van besluitvorming betreffende de overname en de daaropvolgende afschrijvingen
5. Bevindingen, conclusies en aanbevelingen

Aangelegenheden die buiten de reikwijdte van de genoemde werkstromen vallen, hebben wij niet in ons onderzoek betrokken. Eventuele voordelen en/of consequenties van de acquisitie van het Noord-Duitse gasnetwerk door Gasunie voor de (Nederlandse) consument, de werkgelegenheid en/of de realisatie van de door Nederlandse overheid geformuleerde gasrotondestrategie zijn geen onderdeel van dit onderzoek geweest, al worden hier wel enkele opmerkingen over gemaakt.

Inherent aan een onderzoek als het onderhavige is dat een handelen of nalaten van destijds betrokken partijen dient te worden afgezet en beoordeeld tegen de achtergrond van de feiten, omstandigheden en risico's zoals die ten tijde van de overname bekend waren of hadden kunnen zijn. Voor zover mogelijk moet een oordeelsvorming op basis van kennis achteraf (*'with the benefit of hindsight'*) worden vermeden. Ter illustratie, de afschrijvingen zoals die inmiddels hebben plaatsgevonden ten aanzien van het Duitse gastransportnetwerk van BEB kleuren de wijze waarop naar het verleden wordt gekeken (de inschatting van de transactierisico's zoals die destijds heeft plaatsgevonden en zoals die zich uiteindelijk hebben verwezenlijkt).

Ons onderzoek heeft betrekking op de wijze waarop de Raad van Bestuur, de Raad van Commissarissen en de aandeelhouder (het Ministerie van Financiën) van Gasunie, daarin bijgestaan door de diverse betrokken adviseurs, hun rol hebben vervuld in het licht van de destijds beschikbare informatie. Wij zijn niet ingegaan op de rol van de individuele personen die deel uitmaakten van deze organen.

Uitgangspunt voor ons is steeds geweest dat het onderzoek zo objectief en feitelijk mogelijk (*'fact based'*) diende te zijn richting alle betrokkenen. Waar mogelijk hebben wij geprobeerd zo goed mogelijk aan te geven op basis van welke, destijds beschikbare, wetenschap en kennis ons oordeel tot stand is gekomen.

Een samenvatting van de feiten en omstandigheden waarop wij ons in ons onderzoek hebben gebaseerd, is neergelegd in Hoofdstuk 2 "Feitenrelaas". Tegelijkertijd heeft dit onderzoek - mede ook op verzoek van onze opdrachtgever, het Ministerie van Financiën - tot doel na te gaan op welke wijze in voorkomend geval in de toekomst beter kan worden gehandeld. In Hoofdstuk 3 "Bevindingen, conclusies en aanbevelingen" zullen wij ons, naast de daar opgenomen bevindingen en conclusies, mede richten op *'lessons learned'* (aanbevelingen).

Ons onderzoeksrapport is in concept aan het Ministerie van Financiën en aan Gasunie ter inzage verstrekt. Hierbij is verzocht de weergave van de feiten zoals neergelegd in het concept te verifiëren en waar nodig van commentaar te voorzien en de daarin opgenomen (nadere) vragen te beantwoorden. Dit alles met het oog op de vaststelling van de juiste feiten en omstandigheden als basis voor onze onderzoeksrapportage. Waar dat geïndiceerd - en ons inziens opportuun - was, zijn de voorlopige bevindingen, conclusies en aanbevelingen uit de conceptversie van ons onderzoeksrapport aangevuld of verbeterd met het ontvangen commentaar, de ontvangen beantwoording van vragen en/of de nadere informatie die nog beschikbaar is gesteld. Namens het Ministerie van Financiën en Gasunie is ons vervolgens bevestigd dat de aldus als grondslag voor onze onderzoeksrapportage gebruikte feiten en omstandigheden juist en volledig zijn en dat deze een correct beeld geven van de beschreven gang van zaken tijdens de overname van BEB en de daaropvolgende afschrijvingen.

De eindredactie en de verantwoordelijkheid voor de inhoud van dit onderzoeksrapport ligt vanzelfsprekend bij ons.

1.6 Expertise van de onderzoekers

American Appraisal is één van de grootste onafhankelijke adviesorganisaties in de wereld gericht op waarderingen, fusies en overnames.

American Appraisal biedt een breed pallet aan dienstverlening aan op het gebied van Corporate Finance, Asset Management en Transactie- en Waarderingsadvies. American Appraisal biedt deze diensten al meer dan 115 jaar aan via 65 kantoren wereldwijd. Onder onze cliëntèle scharen wij overheden, beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde bedrijven.

Het onderzoek is uitgevoerd middels een samenwerking tussen de kantoren van American Appraisal Benelux en Duitsland en enkele externe adviseurs die onder verantwoordelijkheid van American Appraisal zijn ingeschakeld op specifieke deelterreinen. Ons multidisciplinaire projectteam beschikt over de kennis, ervaring en kwalificaties om dit onderzoek uit te voeren. Het onderzoek werd geleid en gecoördineerd door American Appraisal B.V., gevestigd te Rotterdam.

1.7 Tot slot

Gezien de recente aandacht - in de media en in de politiek - voor de gasrotondestrategie van de Nederlandse overheid en de expansiestrategie van Gasunie, valt niet uit te sluiten dat verder zal worden nagedacht en gesproken over de vraag welke lessen hieruit voor de toekomst kunnen worden getrokken. Met de in deze onderzoeksrapportage opgenomen aanbevelingen hopen wij daaraan een bijdrage te hebben geleverd.

HOOFDSTUK 2: FEITENRELAAS

2.1 De overname van BEB

2.1.1 Achtergrond: Gasunie en de gasrotondestrategie

Nederland is een grote gasproducent binnen de Europese Unie. De komende decennia neemt de gasproductie echter geleidelijk af. Naar verwachting zal Nederland omstreeks 2025 de omslag maken van netto-exporteur naar netto-importeur.

In 2005 is daarom aangegeven dat de regering de rol van de Nederlandse gasector wil verbreden van vooral productie naar een Europese gasknooppunt of -rotonde met een belangrijke positie bij zowel productie als doorvoer, opslag, handel en kennisontwikkeling. Doelstelling daarvan is om de gasvoorziening veilig te stellen, een bijdrage te leveren aan de continuïteit van de Europese gasvoorziening en daarnaast de economische groei en het verdienpotentieel van Nederland te versterken.

De geformuleerde *gasrotondestrategie* moet Nederland positioneren als het knooppunt van gastransport in Noordwest Europa. Dit houdt in dat Nederland een knooppunt moet worden waar gas naartoe wordt getransporteerd (deels voor eigen gebruik), waar gas wordt opgeslagen en van waaruit gas wordt geëxporteerd naar buitenlandse afnemers. Met de jarenlange ervaring, kennis en kunde, de uitstekende ligging, gasopslagmogelijkheden en het uitgebreide gasnetwerk zou Nederland de potentie hebben om deze ambitie te verwezenlijken.

Door de Nederlandse overheid is aangegeven dat de totstandkoming van de gasrotonde een strategie is die door marktpartijen ¹ moet worden gerealiseerd. Een onderdeel van deze strategie is onder meer het bevorderen van investeringen in gastransport- en opslagcapaciteit. Een groot aantal van de recente investeringen van Gasunie wordt dan ook beschouwd als investeringen in de totstandkoming van de gasrotonde. ^{2 3}

¹ Naast private ondernemingen, ook de staatsdeelnemingen Gasunie en Energie Beheer Nederland.

² Per 2014 zal in de uitvoering van de gasrotondestrategie ongeveer 8,2 miljard euro zijn geïnvesteerd door Gasunie en Energie Beheer Nederland. De investering in BEB is inbegrepen in dit bedrag. Bron: Algemene Rekenkamer 'Gasrotonde: nut, noodzaak en risico's' – Nederland als Europees knooppunt van gastransport', 14 juni 2012.

³ Opmerking verdient dat de Algemene Rekenkamer zich in zijn rapport "Gasrotonde: nut, noodzaak en risico's – Nederland als Europees knooppunt van gastransport" van 14 juni 2012 kritisch heeft uitgelaten over de Nederlandse gasrotondestrategie en ook over de aankoop in 2007 door Gasunie van het Duitse gasnetwerk van BEB mede ter uitvoering daarvan. De Algemene Rekenkamer stelt onder meer vast dat er geen onderliggende documenten zijn waaruit blijkt dat getoetst is of een schone, betrouwbare en betaalbare energievoorziening is geholpen met de genoemde investering.

In 2005 is het gastransportbedrijf N.V. Nederlandse Gasunie (Gasunie) ontstaan na (af)splitsing van een handelsonderneming (Gasunie Trade & Supply B.V.; GasTerra). Gasunie is eigenaar van het landelijk gastransportnetwerk en verantwoordelijk voor het transport van gas binnen Nederland. Het beheer van het landelijke gastransportnetwerk is één van de wettelijke taken van Gasunie. Dit beheer wordt uitgevoerd door een 100%-deelneming van Gasunie: Gas Transport Services B.V. ("GTS"). Daarnaast verricht Gasunie andere activiteiten, waaronder overname van, deelneming in of samenwerking met buitenlandse gasnetwerken en gasopslag.

Wij hebben begrepen dat vanaf de splitsing van Gasunie in 2005 zeer uitvoerig, zowel binnen de Raad van Bestuur alsook met de Raad van Commissarissen en de aandeelhouder, van gedachten is gewisseld over deze strategie en de ontwikkeling van Gasunie naar een volledige infrastructuuronderneming. Daarbij heeft Gasunie zich laten bijstaan door een externe adviseur. De conclusie was dat de acquisitie van bepaalde 'aanpalende' netwerken hoog op het 'voorkeurslijstje' diende te staan. Dit gold nadrukkelijk ook voor het netwerk van BEB.

2.1.2 BEB als overnamekandidaat

In augustus 2007 hebben Shell en ExxonMobil een bedrijfsveiling ("controlled auction"; zie paragraaf 2.1.3) georganiseerd waarin zij alle aandelen van BEB Transport GmbH⁴ te koop aanboden aan de hoogste bidder. Shell en ExxonMobil waren destijds elk voor 50% eigenaar.

De bedrijfsactiviteiten van BEB bestonden in hoofdzaak uit gastransport en gasopslag. Gasopslag is overigens geen onderdeel geweest van de transactie. De gasopslagactiviteiten van BEB zijn bij verkopers Shell en ExxonMobil achtergebleven.

Het Duitse gastransportnetwerk van BEB grenst aan dat van Gasunie en strekt zich uit tot aan Berlijn. Het netwerk, met een totale lengte van ruim 3.500 kilometer (ruim een kwart van de omvang van het Nederlandse Gasunie-netwerk), heeft aansluitingen met diverse belangrijke brongebieden voor aardgas (met name Rusland en Noorwegen). Over het netwerk van BEB wordt jaarlijks circa 30 miljard kubieke meter aardgas getransporteerd. Bij BEB waren destijds circa 150 medewerkers werkzaam.

Binnen de eerdergenoemde kaders en doelstellingen (gasrotondestrategie) was BEB Transport GmbH met haar Noord-Duitse gasnetwerk een voor de hand liggende overnamekandidaat voor Gasunie⁵.

⁴ Voor de volledigheid wordt opgemerkt dat BEB Transport GmbH als overnamevehikel eerst is opgericht na totstandkoming van de transactie en dat de over te dragen gastransportactiviteiten daarin vervolgens zijn ingebracht door Shell en ExxonMobil.

2.1.3 Verkoopproces – *controlled auction*

De procedure om tot verkoop van BEB te komen is door de verkopers Shell en ExxonMobil vormgegeven via een '*controlled auction*'-proces. Een *controlled auction* is een gestructureerd verkoopproces waarin meerdere potentiële kopers worden uitgenodigd om in opeenvolgende rondes gesloten biedingen uit te brengen op de aandelen of activiteiten van een onderneming. Het veilingproces is primair gericht op het realiseren van de hoogste verkoopprijs, hoewel bij de uiteindelijke keuze voor een geprefereerde bidder ook wel andere factoren een rol kunnen spelen (één en ander veelal geheel ter discretie van de verkopende partij).

Veelal begint een '*controlled auction*' met het door een zakenbank en/of 'corporate finance'-adviseur namens de verkoper benaderen van een aantal potentiële kopers. Bij interesse ontvangen deze, na ondertekening van een geheimhoudingsverklaring, een '*process letter*' en een '*information memorandum*'. De '*process letter*' omvat een beschrijving van de verkoopprocedure, terwijl het '*information memorandum*' door of namens de verkoper opgestelde informatie bevat over de te verkopen onderneming. Na ontvangst van het '*information memorandum*' - en soms verstrekking van enige nadere informatie tijdens een schriftelijke vragensessie ("Q&A") - worden potentiële bidders uitgenodigd een indicatief niet-bindend bod uit te brengen.

Op basis daarvan wordt een selectie gemaakt van partijen die naar de tweede ronde doorgaan en nadere informatie ontvangen, in de vorm van openstelling van een '*data room*' (ten behoeve van '*due diligence*'-onderzoek / boekenonderzoek), management presentaties en soms '*site visits*'. De tweede ronde eindigt meestal met het uitbrengen door de overgebleven bidders van een juridisch bindend bod. Onderdeel van het uitbrengen van het bindende bod is tevens het opstellen van een '*mark-up*'-versie (met voorgestelde wijzigingen en aanvullingen) ten opzichte van de door de verkoper opgestelde concept-overnameovereenkomst. Het proces eindigt met één-op-één onderhandelingen met één of meer verkozen bidders. Uiteindelijk zal met één van hen de definitieve overnameovereenkomst worden gesloten.

Een '*controlled auction*' biedt de verkoper een sterkere positie in zowel de geboden prijs als de voorwaarden die worden opgesteld. Het streven is er op gericht de mogelijk bidders gedurende het veilingproces zolang mogelijk onwetend te laten over aantal en identiteit van de andere bidders alsook over de door deze uitgebrachte biedingen.

⁵ Van de zijde van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen van Gasunie is in het kader van ons onderzoek meermaals de gevleugelde uitspraak gedaan: "*Buurmans land komt slechts éénmaal te koop!*".

2.1.4 De verkoop van BEB

In augustus 2007 is Gasunie - naast een aantal andere partijen - voor het eerst benaderd door een als verkoopadviseur door Shell en ExxonMobil ingeschakelde zakenbank met de vraag of Gasunie geïnteresseerd was in deelname aan de 'controlled auction' om tot overname van BEB te komen.

Door Gasunie is aangegeven dat deze interesse bestond en op 14 augustus 2007 heeft de voor verkopers optredende zakenbank een 'process letter' gestuurd aan de Raad van Bestuur van Gasunie met de uitnodiging om uiterlijk op vrijdag 7 september 2007 om 17:00 uur een indicatief bod uit te brengen. De 'process letter' bevatte een beschrijving van de eerste ronde van het georganiseerde 'controlled auction'-proces.

Binnen de Raad van Bestuur van Gasunie is besloten om deel te nemen aan het verkoopproces, er is een geheimhoudingsverklaring ondertekend en teruggestuurd aan de zakenbank van verkopers en op 31 augustus 2007 heeft Gasunie het 'Confidential Information Memorandum' ontvangen met daarin informatie van de verkopers over de verkooppropositie. Op dezelfde datum is ook een Addendum bij het Confidential Information Memorandum beschikbaar gesteld met daarin beantwoording van een aantal door bidders in het verkoopproces gestelde vragen.

Op 13 september 2007 is de Raad van Commissarissen van Gasunie door middel van een presentatie formeel geïnformeerd⁶ over het feit dat de Raad van Bestuur op 7 september 2007 een indicatief 'non-binding' bod had uitgebracht ter hoogte van 2,2 miljard euro⁷. Het streven van het uitbrengen van het indicatief 'non-binding' bod was – aldus de toelichting tijdens de Raad van Bestuur – om op de "short list" (i.e. de tweede biedingsronde) te komen.

Dit streven is geslaagd, want Gasunie is met een aantal andere bidders toegelaten tot de tweede ronde van het 'controlled auction'-proces en uitgenodigd om uiterlijk op 9 november 2007 een bindend bod op BEB uit te brengen.

Op 16 oktober 2007 is de Minister van Financiën - aangezien de Staat als aandeelhouder op grond van de statuten goedkeuring dient te verlenen aan de overname - door de Directie Financieringen geïnformeerd over de voortgang van het overnametraject. De Directie Financieringen was - naar eigen zeggen - tot dan toe op hoofdlijnen en in vertrouwen geïnformeerd. Zij zou na afronding van het due diligence onderzoek nader

⁶ Naar wij begrepen had voorafgaand aan deze datum wel al informeel overleg plaatsgevonden tussen (leden van) de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen van Gasunie over een mogelijke acquisitie van BEB en deelname aan het biedingsproces.

⁷ Uit de door ons ontvangen documentatie blijkt dat binnen Gasunie van meet af aan (augustus 2007) is gewerkt met een richtprijs van ongeveer 2 miljard euro. Dit bedrag was gebaseerd op een aantal eerste voorlopige waarderings die binnen Gasunie en door de haar begeleidende zakenbank in augustus 2007 waren opgesteld.

geïnformeerd worden over de strategische overwegingen en de *'business case'*. Aangegeven is dat gelet zou worden op de gevolgen voor het publieke belang (positie van het Nederlandse netwerk in de Europese markt), de financiële implicaties voor Gasunie en voor de financiële (dividend) stromen richting de Staat en de wijze waarop Gasunie de risico's beheerste die met de investering gepaard gingen.

Het Ministerie van Financiën, als aandeelhouder van Gasunie, heeft ten tijde van de overname een onafhankelijke adviseur in de arm genomen.

Op 7 november 2007 heeft het Ministerie van Financiën - nadat de Raad van Commissarissen van Gasunie als toezichthoudend orgaan op diezelfde dag al akkoord was gegaan met het uitbrengen van een finaal bod - formeel als aandeelhouder ingestemd met een maximum overnamebod van 2,225 miljard euro.

Op 9 november 2007 heeft Gasunie het naar vervolgens is gebleken winnende overnamebod uitgebracht ter hoogte van 2,15 miljard euro en op 22/23 november 2007 is de overnameovereenkomst door Gasunie als koper en Shell en ExxonMobil als verkopers ten overstaan van een Duitse notaris ondertekend.

Tussen ondertekening van de overnameovereenkomst en de uiteindelijke levering van de BEB-aandelen heeft nog ruim een halfjaar gelegen. Dit was onder meer ingegeven door het feit dat (i) verkopers Shell en ExxonMobil nog niet gereed waren met de benodigde interne reorganisatie en (her)structurering teneinde tot een definitieve verkoopstructuur te komen (met andere woorden, BEB was nog niet "verkoopgereed") en (ii) dat nog goedkeuring voor de transactie van de betrokken mededingingsautoriteiten diende te worden verkregen.

In juli 2008 zijn de aandelen in het kapitaal van BEB aan Gasunie geleverd, heeft Gasunie de overnameprijs van 2,15 miljard euro betaald en is BEB als deelneming in de boeken van Gasunie geconsolideerd.

2.2 Regulering

2.2.1 Achtergrond en onzekerheden met betrekking tot het Duitse reguleringskader

Bij een landelijk gastransportnetwerk zoals dat van Gasunie in Nederland, maar ook het gastransportnetwerk van BEB in Duitsland is sprake van een monopoliepositie voor de eigenaar van het gastransportnetwerk. Voor afnemers bestaan er vaak weinig tot geen alternatieven. Zij zijn verplicht en/of genoodzaakt om van dit gastransportnetwerk gebruik te maken.

Om deze reden worden de tarieven die Gasunie (althans haar dochterbedrijf GTS) mag vragen van afnemers van gas voor het gebruik van de Nederlandse pijpleidingen gereguleerd door de Nederlandse Mededingingsautoriteit ("NMa"). Gasunie investeert ook in buitenlandse gasleidingen. In dat geval worden de gastransporttarieven gereguleerd door een buitenlandse toezichthouder. In Duitsland is dat de Bundesnetzagentur ("BNetzA").

Als gevolg van haar overname van het gastransportnetwerk van BEB werd Gasunie onderworpen aan het Duitse reguleringskader. Opgemerkt dient te worden dat dit Duitse reguleringskader in het jaar 2007 nog volop in ontwikkeling en aan wijziging onderhevig was, en in zoverre nog niet vaststond. Er was met andere woorden nog de nodige onzekerheid over welk toekomstig reguleringsmodel voor BEB uiteindelijk van toepassing zou zijn op de Duitse markt voor gastransport.

De belangrijkste reguleringsmodellen die in dat kader de revue zijn gepasseerd, betreffen⁸:

1. 'incentive regulation'-model
2. 'cost-based regulation'-model (ook wel: 'rate-of-return regulation' genoemd)
3. 'revenue benchmarking'-model (ook wel 'competition-based regulation' genoemd)
4. 'yardstick regulation'-model.

⁸ Voor de volledigheid wordt opgemerkt dat Gasunie in Nederland onderhevig is aan een ander reguleringsmodel: de door de Nederlandse toezichthouder (NMa) vastgestelde waarde van het Nederlandse landelijk gastransportnetwerk (ook wel gereguleerde activawaarde of 'Regulated Asset Base' ('RAB') genoemd) bepaalt het rendement en de afschrijvingen die mogen worden toegepast, en heeft daarmee grote invloed op het tarief dat mag worden gehanteerd. Indien de activawaarde te laag is vastgesteld, zullen de afschrijvingen niet voldoende zijn om vervangingsinvesteringen te doen, en kan onvoldoende rendement worden gemaakt op de gemaakte investeringen. Ook komen de betaling van dividend en rente aan respectievelijk de aandeelhouder en de verschaffers van vreemd vermogen dan in gevaar. Indien de activawaarde te hoog is vastgesteld, zullen de tarieven, die aan afnemers voor het gastransport in rekening worden gebracht, te hoog zijn.

Ad 1: 'incentive regulation'-model

In dit model bepaalt de toezichthouder telkens vooraf welke gefixeerde omzet een gasnetwerkbedrijf mag behalen gedurende een vooraf bepaalde reguleringsperiode van enkele jaren. Op basis van deze gefixeerde omzet dient het gasnetwerkbedrijf haar bedrijfsvoering te optimaliseren en haar netwerk te innoveren. Indien het gasnetwerkbedrijf succesvol is in het verlagen van de kosten, zal het bedrijf bij een aldus gefixeerde omzet meer winst kunnen behalen. Er is geen plaats voor het jaarlijks indienen van kostenoverzichten bij de toezichthouder op basis waarvan de tarieven worden vastgesteld.

Ad 2: 'cost-based regulation'-model

In dit model dient het gasnetwerkbedrijf periodiek (bijvoorbeeld jaarlijks) kostenoverzichten in bij de toezichthouder op basis waarvan de tarieven worden vastgesteld. Op deze manier kunnen de door een gasnetwerkbedrijf gemaakte kosten worden terugverdiend indien het haar wordt toegestaan deze gemaakte kosten door te belasten in het te hanteren tarief. De ingediende kostenoverzichten worden echter wel beoordeeld aan de hand van en afgezet tegen de kosten die zijn gemaakt door het gasnetwerkbedrijf dat als het meest efficiënte in de sector geldt (de zogenaamde '*front-runner*'). De '*front-runner*' die het meest efficiënt is, dicteert in feite de tariefontwikkeling in de markt. In de praktijk zal de toezichthouder bij de minder efficiënte gasnetwerkbedrijven veel kosten en/of berekeningsmethodieken afwijzen. Deze kosten mogen dan ook niet worden doorbelast in het te hanteren transporttarief. Dit kan uiteindelijk leiden tot een substantiële tariefdaling.

Ad 3: 'revenue benchmarking'-model

In dit model voert de toezichthouder periodiek een 'benchmark'-onderzoek uit naar de door nationale en Europese gasnetwerkbedrijven behaalde omzet / gehanteerde tarieven. Het sector-brede gemiddelde tarief geldt dan als maatstaf voor het tarief dat een gasnetwerkbedrijf mag hanteren. De Duitse toezichthouder heeft bepaald dat alleen zogenaamde '*supra-regional transmission network operators*' ("*SRTO's*")⁹, die te maken hebben met daadwerkelijke concurrentie van andere gasnetwerkbedrijven, voor deze (gunstige) behandeling in aanmerking konden komen, zulks ter beoordeling van de toezichthouder.

⁹ Een '*supra-regional transmission network operator*' ('*SRTO*') wordt in de Duitse wetgeving gedefinieerd als: (i) een gasnetwerkbedrijf dat gas importeert uit het buitenland danwel gas ontvangt vanuit een Duitse productiefaciliteit en gas transporteert naar het buitenland of (ii) een gasnetwerkbedrijf dat gas uitsluitend of hoofdzakelijk importeert uit het buitenland of ontvangt vanuit een Duitse productiefaciliteit en gas uitsluitend of hoofdzakelijk levert aan "*downstream*" gasdistributienetwerken.

Ad 4: ‘yardstick regulation’-model

In dit model wordt niet naar de binnen de sector behaalde omzet / gehanteerde tarieven gekeken, maar is de maatstaf het gemiddelde kostenniveau van de sector als geheel en de efficiëntie van het gasnetwerkbedrijf ten opzichte van de gemiddelde efficiëntie van de gehele sector.

Ten tijde van de overname in 2007 werden in Duitsland al diverse reguleringsmodellen toegepast. Het reguleringsmodel dat als basis diende voor de gastransportsector, was het ‘cost-based regulation’-model. Door verschillende experts in de sector werd er toentertijd al rekening mee gehouden dat, als gevolg van het afwijzen door de Duitse toezichthouder van allerlei kosten en berekeningsmethodieken, tariefdalings tot wel 30% niet uitgesloten waren.

Daarnaast kon een gasnetwerkbedrijf een verzoek indienen bij de Duitse toezichthouder om voor ontheffing (‘exemption’) van het ‘cost-based regulation’-model in aanmerking te komen en toepassing te krijgen van het (gunstiger) ‘revenue benchmarking’-model. Zoals gezegd moest het gasnetwerkbedrijf dan wel kunnen aantonen dat zij kwalificeerde als SRTO en dat er sprake was van daadwerkelijke of potentiële concurrentie van andere gasnetwerkbedrijven.

Ook bestond ten tijde van de overname van BEB in 2007 al het plan van de Duitse toezichthouder om over te gaan op het ‘incentive regulation’-model, naar verwachting per 1 januari 2009. In de destijds openbare plannen kende dit model een eerste reguleringsperiode van 1 januari 2009 tot en met 31 december 2012 en een tweede reguleringsperiode van 1 januari 2013 tot en met 31 december 2017. Na afloop van deze tweede reguleringsperiode binnen het ‘incentive regulation’-model zou naar verwachting met ingang van 1 januari 2018 worden overgegaan op het ‘yardstick regulation’-model. De gasnetwerkbedrijven verwachtten hier een positief effect van: de tarieven en de winstgevendheid zouden hierdoor weer kunnen toenemen.

Ten tijde van de overname in 2007 had een twaalfstal gasnetwerkbedrijven (waaronder BEB) een verzoek ingediend bij de Duitse toezichthouder om voor ontheffing (‘exemption’) van het ‘cost-based regulation’-model in aanmerking te komen voor en toepassing te krijgen van het (gunstiger) ‘revenue benchmarking’-model.

Indien het verzoek om ontheffing zou worden toegewezen dan zou voor het betreffende gasnetwerkbedrijf het ‘revenue benchmarking’-model van toepassing zijn. Aangezien ten tijde van de overname van BEB nog niet was vastgesteld met ingang van welk jaar er zou worden “gebenchmarked”, heeft de Duitse toezichthouder een zogenaamde “tariff freeze” ingevoerd. Dit betekende dat het de in aanmerking komende gasnetwerkbedrijven werd toegestaan de reeds toegepaste tarieven op hetzelfde niveau te handhaven tot aan het moment van vaststelling van de sector ‘benchmark’.

Indien het verzoek om ontheffing echter zou worden afgewezen, voorspelde een bij Gasunie beschikbaar expertiserapport de volgende drie scenario's:

- (i) Indien het netwerkbedrijf niet zou kwalificeren als SRTO (maar bijvoorbeeld slechts als regionaal netwerkbedrijf), dan zou het 'cost-based regulation'-model van toepassing zijn met terugwerkende kracht met ingang van 13 juli 2005 tot en met 31 december **2008**. Daarna zou worden overgegaan op het 'incentive regulation'-model.
- (ii) Indien het netwerkbedrijf wèl zou kwalificeren als SRTO, maar er zou onvoldoende sprake zijn van daadwerkelijke concurrentie èn de aanvraag zou worden afgewezen vóór 1 oktober 2007, dan zou het 'cost-based regulation'-model eveneens van toepassing zijn met terugwerkende kracht met ingang van 13 juli 2005 tot en met 31 december **2008**. Daarna zou worden overgegaan op het 'incentive regulation'-model.
- (iii) Indien het netwerkbedrijf wèl zou kwalificeren als SRTO, maar er zou onvoldoende sprake zijn van daadwerkelijke concurrentie èn de aanvraag zou nà 1 oktober 2007 worden afgewezen, dan zou het 'cost-based regulation'-model van toepassing zijn met terugwerkende kracht met ingang van 13 juli 2005 tot en met 31 december **2013**. Daarna zou worden overgegaan op het 'incentive regulation'-model.

Vastgesteld kan worden dat ten tijde van de overname bepaalde zekerheid, maar ook fundamentele onzekerheden bestonden met betrekking tot het toekomstige Duitse reguleringskader, waaronder:

- Het 'cost-based regulation'-model werd weliswaar goed begrepen, maar onzeker was welke (harde) lijn de Duitse toezichthouder zou nemen met betrekking tot de berekeningsmethodieken en de hoogte van de kosten die mochten worden meegenomen in de uiteindelijke tariefvaststelling.
- BEB was er niet zeker van of zij in aanmerking zou komen voor het 'revenue benchmarking'-model, en voorts was nog onzeker hoe de 'benchmark' er uiteindelijk uit zou komen te zien.
- De detailuitwerking van het 'incentive regulation'-model was nog niet gefinaliseerd, maar zeker was wel al dat hierbij zou worden uitgegaan van een onzekere omzet-'benchmark'.

2.2.2 Aannames van Gasunie ten aanzien van BEB's positie binnen het Duitse reguleringskader

Zijdens Gasunie is van meet af aan en consequent onderkend dat grote onzekerheid bestond met betrekking tot het Duitse reguleringskader zoals dat van toepassing zou kunnen zijn of worden ten aanzien van BEB.

Ten einde tot besluitvorming te komen ten aanzien van de waardering van de BEB-aandelen, diende de Raad van Bestuur van Gasunie bepaalde aannames te maken met betrekking tot de te verwachten ontwikkelingen in het reguleringskader. Daarbij heeft de Raad van Bestuur van Gasunie voornamelijk gebruik gemaakt van (i) door de verkopers Shell en ExxonMobil verstrekte informatie, (ii) een Europees (kosten)benchmarkonderzoek, (iii) een jaarlijkse tarievenbenchmark en (iv) een gesprek met de Duitse toezichthouder (BNetzA). Het optimisme van de Raad van Bestuur van Gasunie ten aanzien van het te verwachten Duitse reguleringskader was onder meer gebaseerd op de volgende aannames:

1. Informatie van de verkopers zoals verstrekt op de vragen ('Q&A') tijdens het due diligence proces wees uit dat verkopers vertrouwen hadden dat BEB het 'revenue benchmarking'-model in de toekomst zou mogen hanteren. Afwijzing van de ontheffingsaanvraag ten aanzien van het 'cost-based regulation'-model / het verzoek om toepassing van het 'revenue benchmarking'-model leek onwaarschijnlijk.
2. Voor het geval dat BEB het 'revenue benchmarking'-model niet zou mogen hanteren, gold de aanname tijdens Gasunie dat BEB een bovengemiddelde efficiëntie kende ten opzichte van andere Duitse en Europese gasnetwerkbedrijven. De verwachting was dat BEB bij toepassing van 'cost-based regulation'-model en/of 'incentive regulation'-model de 'front-runner' zou zijn onder de gasnetwerkbedrijven in Duitsland.
3. BEB hanteerde ten tijde van de overname al de laagste tarieven ten opzichte van andere gasnetwerkbedrijven in Duitsland. Gasunie als koper van BEB verwachtte dat indien toekomstige tariefverlagingen zich zouden voordoen, het negatieve effect voor BEB minimaal zou zijn.
4. Gasunie heeft andere berekeningsmethodieken gehanteerd en is er vanuit gegaan dat BEB meer kosten zou mogen doorbelasten ('*claw back*') in de te hanteren tarieven, dan uiteindelijk werd toegestaan door de Duitse toezichthouder.

2.2.3 Veranderingen in het Duitse reguleringskader na overname

In de periode na de overname hebben zich de volgende ontwikkelingen voorgedaan die uiteindelijk van (grote) invloed zijn geweest op de kasstromen en winstgevendheid en daarmee de waardering van BEB.

Allereerst, heeft de Duitse toezichthouder op 23 september 2008 het verzoek om toepassing van het 'revenue benchmarking'-model ten aanzien van drie gasnetwerkbedrijven, waaronder BEB, afgewezen vanwege het feit dat er - naar het oordeel van de Duitse toezichthouder - ten aanzien van het gasnetwerkbedrijf van BEB geen sprake zou zijn van daadwerkelijke concurrentie.

Als gevolg van deze afwijzing is het 'cost-based regulation'-model met terugwerkende kracht vanaf 13 juli 2005 tot en met 31 december 2008 van toepassing geweest op BEB. Met ingang van 1 januari 2009 heeft het 'incentive regulation'-model voor BEB gegolden.

Ten tweede hebben andere gasnetwerkbedrijven in Duitsland in de periode na de overname hun tarieven (sterk) verlaagd. Ten einde concurrerend te blijven heeft BEB haar tarieven ook verlaagd.

Ten derde heeft de Duitse toezichthouder in de periode na de overname een procedure ontwikkeld waarin een individuele doelmatigheidsfactor (efficiëntie) werd vastgesteld voor Duitse gasnetwerkbedrijven. Voor BEB werd deze doelmatigheidsfactor vastgesteld op slechts 60%, terwijl Gasunie er altijd van was uitgegaan dat deze doelmatigheidsfactor voor BEB aanzienlijk hoger was (tussen 90-100%). BEB heeft deze door de Duitse toezichthouder vastgestelde individuele doelmatigheidsfactor aangevochten, en is in februari 2011 in het gelijkgesteld. Zoals hierna nog zal worden aangegeven had BEB in de tussentijd in dit verband wel al een afschrijving van 150 miljoen euro geboekt.

Ten vierde heeft de Duitse toezichthouder op 3 november 2011 een belangrijk signaal afgegeven: rendementen zouden altijd worden teruggebracht naar een '*infrastructural level*'. Hiermee gaf de Duitse toezichthouder aan dat er voor gasnetwerkbedrijven op lange termijn niet meer zou kunnen worden verdiend dan een toegestaan maximum rendement dat passend is voor de Europese en Duitse gastransportindustrie.

Tot slot heeft de Duitse toezichthouder eveneens in 2011 bepaald dat het 'yardstick regulation'-model dat van kracht zou worden per 1 januari 2018, zou worden uitgesteld. De door de gasnetwerkbedrijven verwachte positieve effecten daarvan blijven dus langer uit. Ten tijde van het opstellen van dit onderzoeksrapport is nog onduidelijk of en wanneer het 'yardstick regulation'-model alsnog zal worden ingevoerd.

Als gevolg van deze ontwikkelingen met betrekking tot het Duitse reguleringskader, zijn de (verwachte) kasstromen en winstgevendheid van BEB fors lager dan waarmee Gasunie had gerekend, en heeft Gasunie inmiddels substantiële afschrijvingen op de overnameprijs moeten nemen.

2.3 Waardering

2.3.1 Gebruikte waarderingmethode

Bij de waardering van de onderneming van BEB is gebruikt gemaakt van de zogenaamde 'Discounted Cash Flow'-methode ("DCF-methode"). Bij de DCF-methode wordt de waarde van een onderneming bepaald aan de hand van het verwachtingspatroon ten aanzien van de toekomstige kasstromen (gerelateerd aan inkomsten en uitgaven) in meerdere opeenvolgende jaren die samenhangen met de bedrijfsvoering.

Zijdens de Raad van Bestuur van Gasunie is aangegeven dat de informatievoorziening ten aanzien van de (verwachte) kasstromen door Gasunie werd bepaald. De rol van de door Gasunie ingeschakelde zakenbank in het waarderingproces was voornamelijk gericht op het verschaffen van informatie ten aanzien van relevante marktontwikkelingen. Uiteindelijk lag de besluitvorming ten aanzien van hoe om te gaan met het Duitse reguleringskader - en de hieruit te trekken conclusies voor de verwachte kasstromen van BEB - bij Gasunie.

2.3.2 Waardering van BEB volgens het verwachte reguleringskader

Het Duitse reguleringskader - en de impact daarvan op de tarieven - is terecht als 'key'-variabele beschouwd om tot een waardering van BEB te komen (naast andere 'value drivers' als toekomstig onderhoud en vervangingswaarde).

Ten einde tijdens de tweede ronde van het biedingsproces te komen tot een meer definitieve waardering van de over te nemen BEB-aandelen is een aantal mogelijke toekomstige reguleringsscenario's onderzocht. Zes waarderingen gebaseerd op mogelijke toekomstige reguleringsscenario's zijn door de door Gasunie ingeschakelde zakenbank gepresenteerd aan de Raad van Bestuur van Gasunie. Deze scenario's leidden tot substantieel verschillende indicatieve waarderingen. Vier van de zes reguleringsscenario's leidden tot een ondernemingswaarde van BEB tussen ca. 700 miljoen euro en 1,1 miljard euro, met andere woorden 1 tot 1,4 miljard euro lager dan de uiteindelijk door Gasunie gehanteerde biedingsprijs van 2,15 miljard euro. Twee meer optimistische reguleringsscenario's leidden tot een ondernemingswaarde van tussen ca. 2,05 miljard euro en 2,15 miljard euro (op basis van het perspectief van verkopers) respectievelijk 1,78 miljard euro en 1,86 miljard euro (op basis van het perspectief van Gasunie als koper). Nota bene: voorgenoemde waarderingen op basis van 'stand-alone' ondernemingswaarde, exclusief synergievoordelen van de beoogde overname.

Om de reguleringsrisico's meer vorm te geven, zijn vervolgens door Gasunie twee extreme situaties doorgerekend met een hoogste en een laagste waarde voor de activa van BEB:

1. Hoogste waarde: de visie van verkopers op de onderneming van BEB zoals gepresenteerd in de door verkopers verstrekte informatie (resultierend in een ondernemingswaarde van 2,1 miljard euro).
2. Laagste waarde: geleidelijke toepassing van het Nederlandse reguleringskader (resultierend in een ondernemingswaarde van 1,1 miljard euro).

Op basis van deze door Gasunie aangenomen hoogste en laagste waardes zijn vier nadere reguleringsscenario's berekend:

1. Vrijstelling ('exemption') van het 'cost-based regulation'-model: de visie van verkopers op de onderneming van BEB zoals gepresenteerd in de door verkopers verstrekte informatie. Het 'revenue benchmarking'-model zou worden toegepast (ondernemingswaarde 2,1 miljard euro).
2. 'Incentive regulation'-model (variant 1): omzetontwikkeling in overeenstemming met een bepaalde index gedurende de jaren 2010 – 2012, en een tariefafname van 10% in 2012 – 2017, inclusief de mogelijkheid om 50% van de investeringskosten door te belasten in het tarief ('*claw back*') en éénmalig een 2%-heffing (ter zake van een zogenaamde '*utilization growth*') (ondernemingswaarde 1,997 miljard euro).
3. 'Incentive regulation'-model (variant 2): idem, met uitzondering van '*claw back*' en '*utilization growth*' (ondernemingswaarde 1,885 miljard euro).
4. Geleidelijke toepassing van het Nederlandse reguleringskader (zie hierboven) in de periode tussen 2010 - 2017 (ondernemingswaarde 1,1 miljard euro).

Het valt op dat de bij Gasunie berekende minst gunstigste scenario's - van de eerder genoemde zes scenario's, resultierend in een ondernemingswaarde van minder dan 1,1 miljard euro - niet meer in beschouwing zijn genomen omdat deze door de Raad van Bestuur als niet realistisch werden beschouwd. Een onderbouwing voor deze afweging is tijdens het onderzoek niet aangetroffen. Uit de door ons ontvangen documentatie blijkt niet dat de minst gunstige scenario's met de Raad van Commissarissen en/of met de aandeelhouder, het Ministerie van Financiën, zijn gedeeld. In een rapportage aan het Ministerie van Financiën van latere datum worden eveneens slechts de bovenstaande vier scenario's genoemd.

Uiteindelijk heeft de Raad van Bestuur van Gasunie gekozen om het hierboven sub 2 genoemde scenario als uitgangspunt te nemen. Vanuit de Raad van Bestuur van Gasunie is aangegeven dat de keuze voor dit optimistische reguleringsscenario en daarmee een waardering van BEB boven in de genoemde bandbreedte was ingegeven door verschillende elkaar versterkende beoordelingscriteria: onder andere de veronderstelde technische efficiëntie van het Duitse BEB-netwerk, lage en daarmee veronderstelde concurrerende tarieven van het BEB-netwerk in vergelijking met andere gasnetwerkbedrijven in Duitsland, een gesprek met de Duitse toezichthouder omtrent de toekomstige kaders van de regulering, een analyse van mogelijke strategische voordelen en synergie-effecten na de overname en de door verkopers Shell en ExxonMobil ter beschikking gestelde financiële en niet-financiële informatie.

Op basis daarvan is men tot een waardering van BEB van 1,997 miljard euro gekomen. Zijdens Gasunie is opgemerkt dat teneinde tot een "afgerond bedrag" 2,15 miljard euro te komen veronderstelde positieve synergie-effecten voor een bedrag van in totaal 153 miljoen euro in het overnamebod zijn meegenomen.

2.4 Koopprijsallocatie en afschrijvingen

2.4.1 Koopprijsallocatie

Gasunie was en is nog steeds onderworpen aan de geldende IFRS-regels voor financiële verslaglegging. Krachtens IFRS dient Gasunie de financiële gegevens van haar deelnemingen (waaronder het overgenomen BEB) mee te nemen (“consolideren”) in haar eigen financiële verslaglegging. In dit verband diende Gasunie – na de overname van BEB – de betaalde overnameprijs voor BEB toe te rekenen (“alloceren”) aan de marktwaarde van de overgenomen activa en passiva van BEB (koopprijsallocatie). Zij heeft daartoe een onafhankelijke waardering laten opstellen van de overgenomen activa en passiva. Kort gezegd, wordt het verschil tussen de aldus vastgestelde waarde van de overgenomen activa en passiva (de zogenaamde ‘*fair value*’) en de betaalde overnameprijs aangeduid met ‘*goodwill*’. Uit de aldus uitgevoerde koopprijsallocatie is een ‘goodwill’ (na belastingcorrecties) gebleken van 679 miljoen euro. Gasunie heeft er voor gekozen de ‘goodwill’ op ‘operating segment niveau’ te boeken. Dit houdt in dat de ‘goodwill’ zowel wordt gedekt door de operaties in Nederland (Gasunie Nederland) als in Duitsland (Gasunie Duitsland; BEB).

2.4.2 Afschrijvingen in de periode 2008 - 2011

2.4.2.1 Afschrijving in boekjaar 2008

In het jaar na de overname (2008) is gebleken dat andere gasnetwerkbedrijven in Duitsland hun tarieven (sterk) verlaagden (mede ingegeven het nieuwe reguleringskader in Duitsland). Teneinde concurrerend te blijven heeft BEB haar tarieven ook verlaagd. In dit verband is een afschrijving geboekt van 150 miljoen euro.

2.4.2.2 Afschrijving in boekjaar 2009

In 2009 heeft de Duitse toezichthouder een besluit genomen ten aanzien van de te hanteren tarieven. Op basis daarvan bleek dat de door Gasunie in 2008 en 2009 gehanteerde tarieven te hoog waren. Ook zouden in de toekomst lagere tarieven moeten worden gehanteerd. Gasunie heeft laten doorrekenen wat het lange termijneffect zou zijn voor de winstgevendheid van BEB. Op basis daarvan is besloten een afschrijving te boeken van 421 miljoen euro.

In datzelfde jaar heeft de Duitse toezichthouder – zoals hiervoor gememoreerd – voor BEB een individuele doelmatigheidsfactor vastgesteld van slechts 60%, terwijl Gasunie er altijd van was uitgegaan dat deze doelmatigheidsfactor voor BEB aanzienlijk hoger was (tussen 90-100%). BEB heeft in dit verband een afschrijving van 150 miljoen euro geboekt ¹⁰.

¹⁰ BEB heeft deze door de Duitse toezichthouder vastgestelde individuele doelmatigheidsfactor aangevochten. In februari 2011 is BEB in het gelijk gesteld. Het terzake in 2009 afgeschreven bedrag van 150 miljoen euro is vervolgens echter niet weer bijgeschreven op het netwerk.

Hiermee komt de totale afschrijving voor 2009 op 571 miljoen euro.

In 2010 hebben geen afschrijvingen plaatsgevonden.

2.4.2.3 Afschrijving in boekjaar 2011

In juni 2010 had het College van Bestuur voor het bedrijfsleven ("CBb") de methodebesluiten ¹¹ van de Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMa) vernietigd. In verband daarmee werden in mei 2011 nieuwe de ontwerpmethodebesluiten gepubliceerd. Als gevolg daarvan en als gevolg van de keuze van Gasunie om 'goodwill' op 'operating segment niveau' te boeken, heeft Gasunie zich genoodzaakt gezien een bedrag van 221 miljoen euro af te boeken op de activa van Gasunie in Nederland en daarnaast het volledige 'goodwill'-bedrag van BEB ter hoogte van 679 miljoen euro af te schrijven.

Zoals gezegd heeft de Duitse toezichthouder eveneens in 2011 aangegeven dat het in eerste instantie geplande 'yardstick regulation'-model dat zou ingaan per 1 januari 2018, zou worden uitgesteld. De door de gasnetwerkbedrijven verwachte positieve effecten daarvan blijven dus langer uit: niet langer kan worden uitgegaan van een positief effect op de te hanteren tarieven vanaf 2018. De eerder verwachte winstgevendheid dient te worden verlaagd. In verband hiermee is een bedrag van 400 miljoen euro afgeschreven.

Hiermee komt de totale afschrijving ten aanzien van BEB voor 2011 uit op 1.079 miljard euro.

¹¹ Op basis van de Gaswet legt de NMa de methode van tariefregulering voor de wettelijke taken van de regionale gasnetbeheerders vast in de zogenoemde methodebesluiten. Een methodebesluit bepaalt de wijze waarop de NMa de zogenaamde doelmatigheidskorting (ook wel x-factor genoemd in de Gaswet) voor een regionale gasnetbeheerder vaststelt. Dit is in essentie een percentage waarmee de tarieven van een beheerder jaarlijks extra mogen stijgen of moeten dalen, naast stijging of daling als gevolg van de algemene prijsontwikkeling.

2.4.2.4 Totale afschrijvingen en waardeontwikkeling BEB in de periode 2008 - 2011

De totale afschrijvingen ten aanzien van BEB in de periode 2008 – 2011 bedragen:

Afschrijvingen (in miljoen euro)	
2008 (netwerk)	150
2009 (netwerk)	571
2011 (goodwill)	679
2011 (netwerk)	400
Totaal bruto afschrijvingen	1.800
Na belastingvoordelen	-280
Totaal netto afschrijvingen	1.520

In totaal is netto 1,52 miljard euro afgeschreven op de overnameprijs van 2,15 miljard euro. De netto activawaarde van BEB bedraagt met andere woorden 630 miljoen euro.

Waardeontwikkeling BEB (in miljoen euro) ultimo 2011	
Overnameprijs	2.150
Afschrijvingen	
2008	150
2009	571
2011	679
2011	400
Totaal bruto afschrijvingen	1.800
Na belastingvoordelen	-280
Totaal netto afschrijvingen	1.520
Netto activawaarde BEB (2.150 -/- 1.520)	630
Uitgestelde belastingverplichtingen	190
Activawaarde BEB incl. uitgestelde belastingverplichtingen	820

2.5 Corporate governance en transactiedocumentatie

2.5.1 Rol Raad van Bestuur, Raad van Commissarissen en aandeelhouder

Behoudens beperkingen volgens de statuten is de Raad van Bestuur van Gasunie belast met het besturen van de vennootschap. De taak van de Raad van Bestuur van Gasunie is – in aanvulling op de regels en voorschriften die op de Raad van Bestuur van toepassing zijn op grond van Nederlands recht en de statuten van de vennootschap - nader uitgewerkt in een Reglement houdende principes en best practices voor het bestuur (2005).

De Raad van Commissarissen heeft tot taak (i) toezicht te houden op het beleid van de Raad van Bestuur en (ii) op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Daarnaast (iii) staat de Raad van Commissarissen de Raad van Bestuur met raad terzijde. Bij de vervulling van hun taak richten de commissarissen zich naar het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. De taak van de Raad van Commissarissen van Gasunie is – in aanvulling op de regels en voorschriften die op de Raad van Commissarissen van toepassing zijn op grond van Nederlands recht en de statuten van de vennootschap - nader uitgewerkt in een Reglement houdende principes en best practices voor de Raad van Commissarissen (2005).

De statuten van Gasunie bevatten bepalingen die voorschrijven dat bepaalde besluiten van de Raad van Bestuur zijn onderworpen aan de goedkeuring van de Raad van Commissarissen en/of van de algemene vergadering van aandeelhouders. Relevante voorschriften in dit verband betreffen de bepalingen dat deelnemingen en investeringen van een bepaalde omvang deze goedkeuring van de Raad van Commissarissen en de Staat als 100%-aandeelhouder behoeven. Kort gezegd, is voor deelnemingen ter waarde van tenminste 30 miljoen euro en investeringen van tenminste 50 miljoen euro de goedkeuring van de Raad van Commissarissen vereist en voor deelnemingen ter waarde van tenminste 50 miljoen euro en investeringen van tenminste 100 miljoen euro de goedkeuring van de Staat als aandeelhouder (Ministerie van Financiën).

Van belang is nog te vermelden dat de Raad van Commissarissen van Gasunie bij haar beoordeling van investeringsproposities die waren voorbereid binnen de Raad van Bestuur in de eerste plaats het belang van de vennootschap en de met haar verbonden ondernemingen bewaakt. Daarnaast houdt de Raad van Commissarissen ook rekening met het publieke belang. De Staat als aandeelhouder (via het betrokken Ministerie van Financiën ¹²) richt zich in de eerste plaats op het publieke belang dat met de investering is

¹² Opmerking verdient nog dat ook het Ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie ("EL&I") een rol heeft gehad bij de beoordeling van de overname van BEB. Wij zijn daar in ons onderzoek niet verder op ingegaan, maar verwijzen gemakshalve naar het eerder genoemde rapport van de Algemene Rekenkamer "*Gasrotonde: nut, noodzaak en risico's – Nederland als Europees knooppunt van gastransport*" van 14 juni 2012. De Minister van EL&I is verantwoordelijk voor de gasrotondestrategie; de Ministerie van Financiën draagt als "aandeelhouder" echter de

gemoed en daarnaast worden ook de financiële gevolgen, consequenties voor de governance en mitigatie van risico's meegewogen.

Daarnaast heeft ook de Strategische Investerings Commissie (SIC)¹³ van Gasunie een rol heeft gespeeld bij de voorbereiding van de besluitvorming. Tot de taak van het SIC behoort: (i) het beoordelen van investeringsvoorstellen van de Raad van Bestuur van Gasunie van strategische aard; (ii) het adviseren van de Raad van Commissarissen van Gasunie over de economische haalbaarheid van de investeringsvoorstellen; en (iii) het toetsen van de voorstellen aan het strategische beleid.

Zijdens Gasunie is ons medegedeeld dat de overname intern op het hoogste niveau is beoordeeld en "gechallenged" binnen de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen en dat er tijdens de overname intern een kritische houding ten aanzien van de overname en de (hoogte van de) bieding is geweest en dat de discussies binnen de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen "op het scherpst van de snede" zouden zijn gevoerd. In de aanloop naar het doen van een bindend bod op 9 november 2007 zou veelvuldig formeel en informeel overleg en afstemming hebben plaatsgevonden in de driehoek Raad van Bestuur, Raad van Commissarissen en aandeelhouder (de Staat) van Gasunie. Aangegeven is dat alle besluitvorming met betrekking tot de overname van BEB binnen de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen unaniem is geweest.

Bij de goedkeuring van het overnamebod door de minister van Financiën is aangegeven dat de Staat de conclusie van de Raad van Bestuur van Gasunie deelde op grond van de overwegingen dat (i) de acquisitie in lijn is met de strategie van Gasunie en past binnen het energiebeleid (de gasrotondestrategie) zoals geformuleerd door het Ministerie van EL&I en (ii) het meest waarschijnlijke reguleringsscenario waarvan zou worden uitgegaan een positieve netto contante waarde vertoonde die het voorgenomen overnamebod van 2,225 miljard euro rechtvaardigde.

2.5.2 Transactiedocumentatie

De overnameovereenkomst bevat geen relevante '*representations & warranties*' (overnamegaranties), vrijwaringen, '*price adjustment mechanism*' en/of '*earn-out*'

eindverantwoordelijkheid voor de investeringen die Gasunie in het kader van de gasrotondestrategie doet.

¹³ De Strategische Investerings Commissie (SIC) is een commissie samengesteld uit drie leden van de Raad van Commissarissen van Gasunie. Andere personen kunnen aanschuiven (onder meer vertegenwoordigers van de Raad van Bestuur), maar nemen formeel geen deel aan besluitvorming. Het SIC adviseert de Raad van Commissarissen omtrent haar taak en bereidt de besluitvorming van de Raad van Commissarissen daaromtrent voor.

regeling met het oog op de eerder genoemde onzekerheid ten aanzien van het toekomstige Duitse reguleringskader.

Het lijkt er eerder op dat het risico van een wijzigend reguleringskader in Duitsland uitdrukkelijk bij Gasunie is neergelegd. Zo is het krachtens één van de bepalingen van de overnameovereenkomst partijen uitdrukkelijk niet toegestaan de transactie te ontbinden of te vernietigen, of aanpassing van de overeengekomen voorwaarden te eisen, in geval van enige wijziging in de feiten of omstandigheden als gevolg van wijzigingen in het reguleringskader zoals dat van toepassing is op BEB.

Vaak bevat een overnameovereenkomst een zogenaamde MAC-clausule (*'material adverse change'*; "MAC"). Deze clausule geeft partijen het recht om van de transactie af te zien in geval van - kort gezegd - een onverwachte ernstige verslechtering van de economische, financiële of andere omstandigheden waaronder de transactie zou plaatsvinden en is gebruikelijk indien er geruime tijd ligt tussen ondertekenen van de overname overeenkomst en de juridische levering van de aandelen, zoals in dit geval. De in de BEB-overnameovereenkomst opgenomen definitie van *'Material Adverse Effect'* sluit daarvan echter uit een verandering in de financiële positie of resultaten van BEB als gevolg van een wetwijziging of wijziging van het reguleringskader. Dit is pregnant aangezien het medio 2008 - ten tijde van de levering van de BEB-aandelen - onder marktpartijen in Duitsland duidelijk was welke kant het op ging met het Duitse reguleringskader. In dit verband bestaat tevens het vermoeden dat verkopers zich bewust zijn geweest van de grote onzekerheid rondom het toekomstige reguleringskader en de consequenties daarvan voor het over te nemen gastransportnetwerk.

Zijdens de Raad van Bestuur van Gasunie is aangegeven dat men zich op dat moment terdege bewust was van het risico van het wijzigend reguleringskader in Duitsland. Desondanks meende men zich tijdens het 'controlled auction'-proces niet in de positie te bevinden om eisen als voornoemd aan de transactiedocumentatie te stellen (of een mark-up van de door verkopers opgestelde concept-overnameovereenkomst te verzorgen). Gasunie heeft zich neergelegd bij de algemene weigering van Shell en ExxonMobil om te onderhandelen over een verlegging van het reguleringsrisico naar de partijen die profiteren van de reguleringsaanpassingen (i.c. Shell en ExxonMobil).

2.5.3 Rol externe adviseurs

Vastgesteld kan worden dat Gasunie niet over één nacht ijs is gegaan bij het aangaan van de overnametransactie. Gasunie heeft zich in het overnameproces door een aanzienlijk aantal adviseurs van naam en reputatie laten bijstaan. Zo heeft Gasunie zich laten bijstaan door een zakenbank (als leidende adviseur van Gasunie in de transactie) en daarnaast door financiële deskundigen, advocaten, transactieconsultants en adviseurs op de terreinen HR, ICT, mededinging, energieregulering, milieu en techniek, belastingen en

verzekeringen. Naast de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen van Gasunie is ook een aantal medewerkers van Gasunie betrokken geweest bij de overname.

Zoals gezegd heeft ook het Ministerie van Financiën, als aandeelhouder van Gasunie, ten tijde van de overname een onafhankelijke adviseur in de arm genomen ten einde de overname voor haar te beoordelen: (i) de door Gasunie gevolgde procedures, (ii) overnamerationale en (iii) transactievoorwaarden.

Als bijzonder onderdeel van de externe advisering heeft in aanloop naar de overname vanuit diverse disciplines uitgebreid boekenonderzoek (“*due diligence*”) plaatsgevonden. Adviseurs uit Duitsland, Nederland en Engeland waren hierbij betrokken. Volgens eigen zeggen van Gasunie bestond het totale due diligence team op piekmomenten uit meer dan 50 mensen (Gasunie-medewerkers en adviseurs).

Teneinde verantwoordelijkheid voor de uitkomsten van het due diligence-onderzoek af te stemmen, is het due diligence onderzoek opgedeeld in tien werkstromen¹⁴. Iedere werkstroom werd beheerd door senior medewerkers van Gasunie met als doel de door verkopers verstrekte informatie te bestuderen en risico’s en aandachtspunten te identificeren voor een alomvattend due diligence overzicht. De centrale coördinatie van alle werkstromen werd gedaan door de door Gasunie ingeschakelde leidende zakenbank.

Voor wat betreft het wijzigende reguleringskader laten de respectieve due diligence rapporten weinig ruimte voor discussie. De onzekerheid over de impact van een nieuw Duits reguleringskader op de waardering van BEB is van meet af aan geïdentificeerd als het meest cruciale aandachtspunt voor het hele waarderingsproces en ook als grootste risico van de overnametransactie.

¹⁴ Het betrof de volgende tien werkstromen: Legal, Regulation, Antitrust, Technical/Environmental, Business/Operations, Accounting, Tax en IT, Finance/Rating, Insurance, HR en Business Opportunities.

HOOFDSTUK 3: BEVINDINGEN, CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

3.1 Algemeen en proces

Bevindingen

1. Inherent aan het door verkopers georganiseerde ‘controlled auction’-proces is dat dit proces leidt tot concurrentie tussen de deelnemende bidders en daarmee tot een opwaartse druk op de overnameprijs. Zo wordt de tijdsdruk in dergelijke processen door de verkoper vaak enorm opgevoerd. Ook bestaat er onzekerheid over aantal en identiteit van de mogelijke bidders en de door deze uitgebrachte biedingen. Potentiële kopers moeten overigens wel in een dergelijk proces (willen) meegaan. Zolang zij dit doen (ingegeven door de vrees het overnamedoelwit op de veiling mis te lopen) kan de verkoper de druk maximaal opvoeren.
2. Ondanks het feit dat Gasunie zich er van bewust was dat “verandering in de regulering in Duitsland” een cruciaal aandachtspunt zou zijn en dat dit de toekomstige winstgevendheid van BEB en daarmee de waardering substantieel zou beïnvloeden, is er over dit onderwerp te weinig concreet onderzoek verricht. De ingeschakelde externe adviseurs hebben dit onderwerp slechts in algemene bewoordingen geadresseerd of hadden geen opdracht gekregen om dit onderwerp binnen de reikwijdte van hun onderzoek of advisering mee te nemen.
3. De door Gasunie ingeschakelde zakenbank had vanwege de met Gasunie overeengekomen (en overigens gebruikelijke) vergoedingsstructuur (‘success fee’) belang bij het slagen van de bieding door Gasunie onafhankelijk van tegen welke koopsom de acquisitie werd gedaan. Bovendien is de financiering van de overname (die uiteindelijk voor 100% met geleend geld heeft plaatsgevonden) door dezelfde zakenbank gearrangeerd en (deels) verschaft. Dat geldt zowel voor de brugfinanciering gedurende het eerste jaar na de overname alsook voor de uitgifte van obligaties die vervolgens heeft plaatsgevonden.

Conclusie

Gezien de onzekerheid over het reguleringskader en het mogelijke belangenconflict aan de zijde van de ingeschakelde zakenbank is het opvallend dat geen der organen van Gasunie (Raad van Bestuur, Raad van Commissarissen, de algemene vergadering van aandeelhouders) op enig moment gedurende het overnameproces om een waardering door een onafhankelijke derde partij heeft gevraagd.

Aanbevelingen

1. Voor een staatsdeelneming die participeert in een 'controlled auction' proces is het aan te bevelen zich niet zonder meer neer te leggen bij de gedicteerde spelregels. In dat kader dient men ook te blijven eisen dat verkopers tijdig volledige en correcte informatie met betrekking tot het overnamedoelwit verstrekken. Voorts is het essentieel om voldoende interne 'checks en balances' te introduceren ten einde binnen de dynamiek van een 'controlled auction' de ratio te laten prevaleren.
2. Wij adviseren om niet louter af te gaan op een waardering die is opgesteld door het management of adviseurs met een mogelijke "dubbelrol" en/of een mogelijk of verondersteld belangenconflict. Bij toekomstige materiële overnames of desinvesteringen door of van staatsdeelnemingen, bevelen wij aan altijd minimaal één alternatieve, onafhankelijke waardering / *'fairness opinion'* te laten opstellen.
3. Ten einde al te grote belangen(verstrengeling) in één hand te voorkomen, geven wij in overweging een scheiding aan te brengen tussen de 'zakenbank' en (de 'arranger' / manager van) het syndicaat dat de financiering van de transactie verzorgt. In ieder geval dient de opdrachtgever zich bewust te zijn van het karakter van de vergoedingsstructuur (bijvoorbeeld 'success fee') van de ingeschakelde 'zakenbank' en andere adviseurs en bereid te zijn een adequate alternatieve vergoedingsstructuur die geen of minder 'conflict of interest' met zich meebrengt af te spreken.

3.2 Regulering

Bevindingen

1. Gasunie had vóór en tijdens de overname in 2007 geen zekerheid omtrent het toekomstige door de Duitse overheid te kiezen reguleringsmodel en de daaruit voortvloeiende nieuwe wet- en regelgeving voor gastransporttarieven in Duitsland. Ook waren de parameters op basis waarvan de Duitse overheid de nieuwe gastransporttarieven zou vaststellen nog niet bekend. Gasunie was zich daar ook terdege van bewust.
2. Het was bekend dat het toekomstige reguleringskader, alsmede de onderliggende principes en parameters, grote consequenties zou hebben voor de toekomstige winstgevendheid en de verwachte kasstromen van de Duitse gasnetwerkbedrijven in het algemeen en ook voor BEB. Er is vóór en tijdens de overname door Gasunie te beperkt onderzoek gedaan naar de mogelijke toekomstige Duitse reguleringsmodellen. Onderzoek dat wèl is gedaan, zowel vóór als tijdens het 'due diligence' traject, maakt duidelijk dat de tariefstructuur die ten grondslag ligt aan de omzet, zoals gepresenteerd van de zijde van verkopers, zeer waarschijnlijk door verandering van het reguleringskader niet gecontinueerd zou kunnen worden.
3. Er heeft één gesprek plaatsgevonden tussen een lid van de Raad van Bestuur van Gasunie en de Duitse toezichthouder. Dat gesprek heeft volgens Gasunie echter geen duidelijke aanwijzingen gegeven om van een voor Gasunie minder gunstig reguleringsscenario uit te gaan.
4. De door Gasunie tijdens de overname toegepaste invulling van de geformuleerde parameters (bijvoorbeeld kosten voor investeringen, operationele kosten, efficiëntie van het betreffende netwerk, e.d.) ten einde tot vaststelling van de toekomstige gereguleerde transporttarieven te komen, is een andere geweest dan die welke uiteindelijk door de Duitse toezichthouder is toegepast. Gevolg hiervan is geweest dat de door Gasunie berekende en verwachte gereguleerde en doorberekenbare kostenbasis van het netwerk en de veronderstelde toekomstige tarieven niet strookten met de uiteindelijk door de Duitse toezichthouder vastgestelde gereguleerde kostenbasis respectievelijk tarieven. Dit heeft geleid tot materiële consequenties voor de toekomstige winstgevendheid van BEB.

5. In september 2008 is gebleken dat de Duitse toezichthouder voor - vanuit het perspectief van Gasunie - een zeer ongunstig reguleringsscenario ¹⁵ heeft gekozen dat tot een materiële verslechtering van de winstgevendheid van BEB heeft geleid in de volgende jaren.

Conclusies

Ondanks het feit dat het wijzigend reguleringskader in Duitsland van meet af aan als cruciaal is geïdentificeerd, is daar onvoldoende onderzoek naar gedaan.

Het reguleringsscenario zoals zich dat uiteindelijk heeft gerealiseerd is vóór en tijdens overname verkeerd ingeschat. Aanwijzingen dat het toekomstige reguleringskader zich sterk ten nadele van Gasunie zou kunnen wijzigen zijn onvoldoende onderzocht.

Als gevolg van het nieuwe reguleringskader zijn de tarieven in 2009 met terugwerkende kracht voor 2008 neerwaarts bijgesteld en is de winstgevendheid sterk afgenomen.

Er zijn aanwijzingen dat Gasunie als relatieve buitenstaander op de Duitse markt een informatieachterstand had ten opzichte van in ieder geval Duitse marktpartijen en dat zij niet beschikte over de juiste ingangen bij de relevante lobbycircuits en/of netwerken.

Aanbevelingen

1. Het 'due diligence'-onderzoek dient gericht te zijn op de belangrijkste variabelen voor de transactie. In een sterk gereguleerde markt hoort onderzoek naar de regulering daar per definitie bij.
2. Het is van belang te realiseren dat toezichthoudende autoriteiten doorgaans geen uitspraken doen over uitkomsten van nog te nemen beslissingen.

15 Verordnung über die Anreizregulierung der Energieversorgungsnetze – Anreizregulierungsverordnung (ARegV) – 'Incentive regulation'-model in Duitsland sinds 1 januari 2009 geldig voor de Duitse gasnetwerkbedrijven. Kenmerken zijn onder meer maximale bedragen voor ('price caps') voor de realiseerbare omzet en tarieven. Daarnaast is een doorberekenbare kostenbasis van het netwerk (inclusief de calculatorische afschrijvingen en rente op kapitaalkosten) door de Duitse toezichthouder vastgesteld. Ook is een 'benchmark' ingevoerd voor de Duitse gasnetwerkbedrijven: vergeleken wordt met de meest efficiënte partij in de markt (het zogenaamde 'front-runner concept') met als doelstelling individuele inefficiëntie van de Duitse gasnetwerkbedrijven (afgezet tegen het meest efficiënte Duitse gasnetwerkbedrijf, de 'front-runner') af te bouwen.

Besluitvorming zal dan ook moeten worden gebaseerd op gedegen extern onderzoek van onafhankelijke experts naar de (te verwachten) reguleringskaders.

3. In het algemeen verdient overweging om (meer) gebruik te maken van eigen (informele) netwerken.

3.3 Waardering

Bevindingen

1. Het gebruikte waarderingsmodel is gebaseerd op verdisconteerde, toekomstige kasstromen (*'Discounted Cash Flow'*; 'DCF-methode'), een overigens veel gebruikte waarderingmethode. Andere waarderingmethoden (bijvoorbeeld op basis van de waarde van vergelijkbare ondernemingen of vergelijkbare transacties in de sector) waren ten tijde van de transactie beschikbaar voor Gasunie. Zo is door een andere zakenbank – ten behoeve van Gasunie – op basis van een analyse van vergelijkbare ondernemingen in de sector (*'Comparable Companies Analysis'*) een ondernemingswaarde voor BEB van 1,176 miljard euro berekend. Deze of andere alternatieve waarderingmethoden zijn niet gebruikt voor de bepaling en/of toetsing van de biedingsprijs.
2. Gasunie heeft een complexe analyse verricht om tot een waardering van BEB te komen; complex vanwege de verwachte complexiteit van een mogelijk toekomstig kostenreguleringsregime. Bij deze analyse is men echter uitgegaan van slechts één (zeer optimistisch) scenario en is geen rekening gehouden met de risico's die zich zouden kunnen voordoen indien een ander (minder gunstig) reguleringsscenario werkelijkheid zou worden.
3. Niet duidelijk is gedocumenteerd hoe de vertaalslag heeft plaatsgevonden van de zes (6) door de Raad van Bestuur van Gasunie doorgerekende reguleringsscenario's (waaronder een aantal zeer negatieve) naar de vier (4) (gematigd) positieve reguleringsscenario's zoals die zijn gepresenteerd aan de de Strategische Investerings Commissie (SIC), de Raad van Commissarissen en de aandeelhouder van Gasunie.
4. Mogelijk hebben de verkopers Shell en ExxonMobil een eenzijdig en te positief beeld verstrekt met betrekking tot de toekomstige reguleringskader en de impliciete economische waarde van BEB, door aan te geven dat BEB er vertrouwen in had dat zij in 2007 goed gepositioneerd was om de bestaande tarifiering te kunnen handhaven. Daar komt bij - zoals ook is aangegeven tijdens het in opdracht van Gasunie uitgevoerde financiële due diligence onderzoek - dat belangrijke informatie over BEB niet is verstrekt. Ook is het van belang op te merken dat BEB ten tijde van de overname (eind 2007) nog niet formeel was opgericht¹⁶. Dat betekent dat men ten tijde van de overname (en de in dat kader verrichte due diligence onderzoek) heeft moeten werken met *pro forma* gegevens die geen volledig of accuraat (en een mogelijk te geflatteerd) beeld gaven van de financiële situatie van BEB. In de financiële due diligence is er op

¹⁶ Zoals hiervoor gememoreerd heeft eerst na het ondertekenen van de overnameovereenkomst een interne reorganisatie en (her)structurering van de Duitse gastransportnetwerkactiviteiten van Shell, ExxonMobil en BEB plaatsgevonden ten einde tot een definitieve verkoopstructuur te komen.

gewezen (in de vorm van *'red flags'*) dat het initieel door de verkopers geschetste beeld te optimistisch was. Ook is er op gewezen dat dit beeld vervolgens door verkopers naar beneden is bijgesteld tijdens een meeting met financiële experts. Zijdens de Raad van Bestuur van Gasunie is aangegeven dat de desbetreffende constatering en adviezen haar geen aanleiding hebben gegeven de bieding aan te passen. Gasunie heeft verondersteld de kasstromen uit het verleden in de toekomst grotendeels te kunnen continueren. Gezien de historische banden die bestaan tussen Shell, ExxonMobil en Gasunie is opmerkelijk dat er geen informele communicatie of afstemming tussen partijen heeft plaatsgevonden.

5. Zijdens Gasunie is opgemerkt dat teneinde tot een "afgerond bedrag" te komen synergievoordelen voor een bedrag van in totaal 153 miljoen euro in het overnamebod zijn meegenomen. Hoewel er in het kader van de waardering strategische voordelen (waaronder het belang voor de gasrotondestrategie) en synergie-effecten (bijvoorbeeld efficiënte processen, inkoopvoordelen, besparingen op personeelskosten, e.d.) van de overname zijn geïdentificeerd, zijn deze ten tijde van het uitbrengen van het overnamebod niet nader geanalyseerd en/of gekwantificeerd.

Conclusies

De Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen van Gasunie hebben ook op basis van de destijds al bekende inzichten een verkeerde inschatting gemaakt ten aanzien van het te verwachten reguleringsscenario en het bijbehorende waarderingmodel. De eenzijdige veronderstelling dat een voor Gasunie positief reguleringsscenario door de Duitse toezichthouder zou worden geïntroduceerd, kan op basis van de bij Gasunie tijdens overname beschikbare informatie niet worden verklaard of onderbouwd.

Het aanzienlijke risico van een zich wijzigend Duits reguleringskader is niet verdisconteerd in de hoogte van het uitgebrachte overnamebod. Eén en ander heeft substantiële gevolgen gehad voor de waardering van de BEB-aandelen. Er moet geconstateerd worden dat er te veel is betaald voor BEB.

De Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen van Gasunie zijn bij de waardering van de BEB-aandelen afgegaan op de "DCF-methode". Gezien de grote impact van de verschillende reguleringsscenario's mocht verwacht worden dat men daarnaast een *'real option'* of een *'full scenario'*-analyse (waarbij een aantal of alle reële scenario's/opties/risico's worden doorgerekend) zou hebben uitgevoerd. Daarnaast mocht verwacht worden dat een weging van de risico-uitkomsten van de verschillende scenario's zou hebben plaatsgevonden.

Aanbevelingen

1. Wij adviseren om bij overnames, desinvesteringen, beursgangen etc. van staatsdeelnemingen, de aannames die ten grondslag liggen aan de gehanteerde waarderingsmodellen door een multidisciplinair en met elkaar communicerend team te laten beoordelen. In geval van Gasunie dus door experts met respectievelijk een financiële, technische, commerciële en regulatoire achtergrond. Ook dient te worden nagedacht over op welke wijze het risicoprofiel van de beoogde transactie in het (theoretische) waarderingsmodel zich verhoudt tot de werkelijkheid.
2. Bij de waardebeoordeling van een onderneming is het raadzaam altijd meerdere waarderingsmethoden te gebruiken. Indien de verschillende waarderingsmethoden tot structurele waarderingsverschillen leiden, dient een verklaring te worden gezocht voor deze verschillen. In geval van substantiële afwijkingen (naar boven of naar beneden) dient de uiteindelijke keuze voor een waarderingsmethode adequaat te worden onderbouwd. Intern dient een sluitende argumentatie te worden geëist voordat wordt overgegaan tot het uitbrengen van een bindend bod.
3. Gezien de grote impact van de verschillende reguleringsscenario's, en/of in andere onzekere situaties, bevelen wij aan om naast de gebruikelijke DCF-methode ook gebruik te maken van een *'real option'* of een *'full scenario'*-analyse (waarbij een aantal of alle reële scenario's/opties/risico's worden doorgerekend) en een weging van de risico-uitkomsten van de verschillende scenario's¹⁷.
4. Indien een bod mede wordt gebaseerd op bepaalde synergie-effecten en/of strategische voordelen, dan dienen deze zo goed mogelijk te worden geanalyseerd en gekwantificeerd. Het "wegstrepen" van (niet-gekwantificeerde) synergie-effecten en/of strategische voordelen tegen mogelijk (negatieve) transactierisico's (wijzigend reguleringskader) dient te worden beperkt. Het is bij het doen van een bieding aan te bevelen mogelijke synergie-effecten en/of strategische voordelen reeds zo goed mogelijk uit te werken en te kwantificeren mede omdat blijkt dat kopers hier regelmatig een te positieve visie op hebben.

¹⁷ Een methode voor optieprijsbepaling ('real option') die verder gaat dan de 'DCF'-methode doordat de 'real-option'-methode de waarde van toekomstige onzekerheid en flexibiliteit ("opties") uitdrukkelijk meeneemt in de waarderingsmethodiek.

3.4 Koopprijsallocatie en afschrijvingen

Bevindingen

1. Bij de verwerking van de transactie in de boeken van Gasunie (koopprijsallocatie onder de voor Gasunie geldende IFRS-regels) is men uitgegaan van gegevens die in grote mate betrekking hadden op het oorspronkelijke waarderingsmodel van Gasunie ten tijde van de overname, gebaseerd op de destijds geldende Duitse reguleringskaders. Dit zijn gegevens met betrekking tot de toekomstige winstgevendheid, verwachte kasstromen en risicoprofiel voor de overgenomen onderneming. De waarderingsdatum (*'valuation date'*) van de koopprijsallocatie is gesteld op 1 juli 2008. Dit is het moment van de aandelenoverdracht en de feitelijke verwerving van controle over BEB. Conform de IFRS-regels is het finale rapport van de externe adviseur betreffende de koopprijsallocatie en waardering van de overgenomen activa en schulden op marktwaarde (*'fair value'*) binnen 12 maanden opgeleverd, te weten 16 juni 2009. Een actualisatie van de koopprijsallocatie in verband met het nieuwe reguleringskader in Duitsland per 22 september 2008 heeft onvoldoende plaatsgevonden. Op basis van het rapport van de externe adviseur betreffende de koopprijsallocatie is de *'goodwill'* inclusief belastingeffecten vastgesteld op 679 miljoen euro.
2. Voor BEB is gerekend met een langetermijnrendement (*'internal rate of return'*) van 4,4%¹⁸ zonder realisatie van synergie-effecten, terwijl eerder ten behoeve van de waardering kapitaalkosten van 6% waren vastgesteld. Indien dit wordt doorgetrokken, betekent één en ander dat al op moment van de initiële consolidatie van BEB bij Gasunie per saldo een negatief rendement op deze investering wordt gerealiseerd (de investering kost meer dan zij opbrengt).
3. Er wordt vanaf 2008 voor gekozen de *'goodwill'* vanuit de overname van BEB op niveau van het moederbedrijf Gasunie te alloceren en jaarlijks te testen (*'operating level'*) en niet op niveau van BEB. De aansluiting tussen enerzijds de financiële impact van wijzigingen in het reguleringskader en anderzijds de in de jaren 2008 – 2011 afgeschreven bedragen is daardoor niet altijd transparant.
4. In de huidige opzet van het afschrijvingsmodel van Gasunie is de uit de overname resulterende synergie niet toegewezen aan Gasunie Duitsland, terwijl deze synergie wel was meegenomen in de overnameprijs.
5. Ten behoeve van de waardering van BEB ten tijde van de overname is uitgegaan van kapitaalkosten van 6%. In het afschrijvingsmodel zijn echter kapitaalkosten van 5,5% gehanteerd. Dit laatste geeft een geflatteerd beeld van de waarde van

¹⁸ Dit percentage betreft de zogenaamde *'core business'* (gastransport) van BEB.

de onderneming in het afschrijvingsmodel ten opzichte van de betaalde overnameprijs.

6. Het lijkt er op dat in het gehanteerde afschrijvingsmodel de toekomstige investeringen in het netwerk zijn onderschat.
7. In 2009 zijn met terugwerkende kracht voor 2008 nieuwe gereguleerde tarieven in Duitsland geïntroduceerd met een substantiële verlaging van de winstgevendheid en kasstromen van de gasnetwerkbedrijven tot gevolg. Gasunie heeft vervolgens substantiële afschrijvingen op de Duitse overname geboekt.
8. Benadrukt wordt dat de afschrijvingen voor een belangrijk deel zijn toe te wijzen aan het veranderende reguleringskader in Duitsland en de daarmee samenhangende lagere verwachte toekomstige (contante) kasstromen van de overgenomen onderneming BEB¹⁹. Een lagere toekomstige kasstroom leidt tot een afwaardering aangezien de voor Gasunie geldende IFRS boekhoudregels Gasunie verplichten om de actuele waarde ('fair value'; markwaarde) van de overgenomen activa vast te leggen.
9. Afschrijving bij Gasunie heeft vervolgens niet in één keer plaatsgevonden, maar op meerdere momenten in de jaren 2008 – 2011. Zijdens Gasunie is er op gewezen dat de betreffende afschrijvingen telkens waren toe te rekenen aan verschillende '*triggering events*' die zich voordeden in de betreffende jaren. De ons ter beschikking gestelde informatie geeft echter geen eenduidig beeld met betrekking tot deze '*triggering events*'. De vraag kan gesteld worden in hoeverre de betreffende afschrijvingen in 2008 en 2009 niet vielen toe te schrijven aan één en dezelfde '*triggering event*', namelijk wijziging van het reguleringskader in Duitsland. De afschrijving van 400 miljoen euro in 2011 is het gevolg van het uitstel in de introductie van de zogenaamde 'yardstick'-regulering. De afschrijving van 'goodwill' in 2011 op het Duitse netwerk is het gevolg van de methodiek – geïntroduceerd in 2008 – om 'goodwill' op het niveau van Gasunie Nederland samen met Gasunie Duitsland te alloceren en jaarlijks te testen. De kasstromen van Gasunie Nederland hebben tot 2011 een afschrijving van 'goodwill' op Gasunie Duitsland kunnen voorkomen.
10. Zijdens de Raad van Bestuur van Gasunie is als argument voor het stapsgewijze afschrijven in meerdere jaren aangegeven dat deze afschrijvingen zijn genomen binnen de kaders van de voor Gasunie geldende IFRS-regels voor financiële verslaglegging. Daarnaast is het argument genoemd dat een te snelle afschrijving een acceptatie zou hebben kunnen impliceren ten aanzien van de door de Duitse toezichthouder inmiddels ingestelde reguleringskaders. Tegen dit laatste valt in

¹⁹ Zoals hierboven is aangegeven houdt de afschrijving van de betaalde 'goodwill' voor BEB (679 miljoen euro) verband met ontwikkelingen in Nederland.

te brengen dat een hoge afschrijving binnen één boekjaar een signaal zou kunnen zijn aan de Duitse toezichthouder dat het ingevoerde nieuwe reguleringskader tot significante financiële problemen leidde bij de gasnetwerkbedrijven. Wij hebben begrepen dat er binnen de Raad van Bestuur van Gasunie wel stemmen zijn opgegaan om een hogere afschrijving in één keer te nemen.

Conclusies

Bij de koopprijsallocatie heeft de onafhankelijke waarderingsdeskundige geen eigen analyse uitgevoerd, bijvoorbeeld op de financiële business-case en de verwachte synergie vanuit de overname, maar is deze in hoofdzaak afgegaan op analyses die door Gasunie voor andere doeleinden waren opgesteld. Weliswaar heeft een aantal aanpassingen plaatsgevonden, maar de waarde van het netwerk valt bij de initiële consolidatie van BEB niet te relateren aan de financiële gegevens (waaronder de actuele winst- en verliesrekening) van de onderneming.

Bij de koopprijsallocatie onder IFRS ('fair value') in 2009 is men veelal uitgegaan van inmiddels niet meer actuele gegevens in verband met het gewijzigde reguleringskader. Adequate actualisering, becommentariëring en/of een kritische toetsing heeft onvoldoende plaatsgevonden. Nota bene: IFRS geeft de mogelijkheid om binnen 12 maanden na aandelenoverdracht (1 juli 2008) de waarde van de overgenomen activa aan te passen en/of actualiseren.

De afschrijvingen op BEB zoals genomen door Gasunie in de jaren 2008 – 2011 zijn toe te wijzen aan wijzigingen in het reguleringskader in zowel Duitsland als Nederland.

De stapsgewijze afschrijvingen in de jaren 2008 en 2009 zijn deels onvoldoende te herleiden. De late afschrijving op 'goodwill' in 2011 voortkomend uit de overname van BEB is toe te wijzen aan het genomen besluit om de 'goodwill' op het niveau van Gasunie als geheel te alloceren en te testen.

Aanbevelingen

1. Wij adviseren voor een grotere transparantie en consistentie zorg te dragen in het te hanteren afschrijvingsmodel ('impairment-model').
2. Het is aan te bevelen om in de integratie verwachte synergie in het afschrijvingsmodel op te nemen, alsmede in een vroeg stadium een formeel proces op te zetten om de synergie te identificeren, te meten en vervolgens te realiseren. In de integratiefase na de overname kunnen successen in de realisatie van de verwachte synergie worden achterhaald, gemeten en transparant in de financiële verslaglegging worden geïntegreerd.

3.5 Corporate governance en transactiedocumentatie

Bevindingen

1. Gasunie had in 2007 (nog) geen grote ervaring met betrekking tot (internationale) overnames met een omvang als de onderhavige.
2. Zijdens de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen van Gasunie is aangegeven dat men zich destijds terdege bewust is geweest van de implicaties van een onzeker en ongunstig Duitse reguleringskader en de consequenties daarvan voor de waardering respectievelijk de hoogte van het finale bod. Een sluitende, gekwantificeerde onderbouwing voor de keuze voor een optimistisch reguleringskader is echter niet gevonden. Deze keuze is vanuit de (toenmalige) Raad van Bestuur verklaard met een 'caleidoscoop van verschillende factoren' en 'een multicausale onderbouwing'. Naar eigen zeggen is men in belangrijke mate afgegaan op door de verkopers Shell en ExxonMobil verstrekte informatie.
3. Naar wij begrijpen kennelijk "vanwege de vertrouwelijkheid" is niet alle overleg en besluitvorming binnen de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen van Gasunie inhoudelijk en schriftelijk vastgelegd / gedocumenteerd, anders dan door middel van de algemene opmerking dat over de acquisitie van BEB was gesproken of dat het hier het besloten gedeelte van de vergadering betrof.
4. Zoals hierboven is aangegeven heeft de strategische rationale van een mogelijke overname van BEB vanaf 2005 op de agenda gestaan. Naar wij begrijpen heeft de Strategische Investerings Commissie (SIC) van de Raad van Commissarissen, een commissie die speciaal in het leven is geroepen om investeringsvoorstellen van de Raad van Bestuur van Gasunie te toetsen en te beoordelen, in dat kader de mogelijke overname van BEB in het algemeen verkend. In de aanloop naar de feitelijke overname van BEB heeft de SIC tweemaal inhoudelijk vergaderd. De schriftelijke vastlegging daarvan is uiterst summier.
5. Gezien het belang en de omvang van de transactie en de daarmee gemoeide onzekerheden en risico's is het opvallend dat - naar wij hebben begrepen - de conclusies van de belangrijkste advies- en onderzoeksrapporten niet zijn bestudeerd noch inhoudelijk zijn besproken door de Strategische Investerings Commissie (SIC) en de Raad van Commissarissen van Gasunie.
6. Verkopers hebben in het kader van het uitgevoerde financieel due diligence onderzoek eerst in een zeer laat stadium relevante informatie verstrekt. Het bureau dat het financieel due diligence onderzoek uitvoerde, heeft aangegeven dat de kwaliteit van de relevante omzet van BEB deels slecht was onderbouwd. Dit bureau heeft in haar aanvullende due diligence rapportage, die drie dagen voor het uitbrengen van het finale bod ter beschikking kwam, tekortkomingen in

de onderbouwing van de resultaten van BEB in het verleden geconstateerd, maar gaf tevens aan de cijfers niet “rond te kunnen rekenen”. Zijdens de Raad van Bestuur van Gasunie is aangegeven dat de desbetreffende constatering en adviezen haar geen aanleiding hebben gegeven de bieding aan te passen.

7. Het Ministerie van Financiën, als aandeelhouder van Gasunie, heeft ten tijde van de overname een onafhankelijke adviseur in de arm genomen. Deze heeft echter vanwege een beperkte reikwijdte van haar onderzoek en (mogelijk te) late inschakeling moeilijk een geheel zelfstandig oordeel kunnen vormen.
8. De overnameovereenkomst (SPA) bevat geen ‘representations & warranties’ (garanties), vrijwaringen, ‘price adjustment mechanism’, ‘earn-out’-regeling en/of MAC-clausule met het oog op de genoemde onzekerheid ten aanzien van het toekomstige Duitse reguleringskader. Zijdens Gasunie is aangegeven dat men zich tijdens het ‘controlled auction’ proces niet in de positie bevond om eisen als voornoemd aan de transactiedocumentatie te stellen en dat men zich heeft neergelegd bij de algemene weigering van Shell en ExxonMobil om over de transactiedocumentatie te onderhandelen. In dit verband dient opgemerkt te worden dat Shell en ExxonMobil ook na de overname in 2007 belangrijke gebruikers zijn (gebleven) van het netwerk van BEB. Shell en ExxonMobil hebben in de tijdens de transactie verstrekte documentatie de verwachting benadrukt dat de regulering voor BEB gunstig zou uitpakken. Als belangrijke klanten van BEB blijken Shell en ExxonMobil thans sterk te profiteren van de door de Duitse toezichthouder sterk verlaagde tarieven. Vanuit de positie als verkoper en toekomstige gebruiker zou een ‘price adjustment mechanism’, ‘earn out’-regeling en/of MAC-clausule ook volstrekt redelijk zijn geweest. Zeker gezien het feit dat het toen reeds bekend was dat een besluit van de Duitse toezichthouder spoedig zou volgen.
9. Er heeft geruime tijd gelegen tussen de ondertekening van de overnameovereenkomst en de uiteindelijke juridische levering van de BEB-aandelen (mede ingegeven door het feit dat de verkoopstructuur nog door de verkopers diende te worden opgezet en ingericht, goedkeuring van de relevante mededingingsautoriteiten nog dienen te worden verkregen, e.d.). De indruk kan ontstaan dat het de verkopers wel goed uitkwam om BEB met het oog op het snel veranderende Duitse reguleringskader te verkopen, terwijl de voorbereidingshandelingen daartoe nog niet waren afgerond. Zijdens de Raad van Bestuur van Gasunie is aangegeven dat ten tijde van de juridische levering van de BEB-aandelen medio 2008 een “maximale onzekerheid” was ontstaan omtrent de toekomstige regulering in Duitsland en de financiële gevolgen voor BEB.

Conclusies

In de driehoek van Raad van Bestuur, Raad van Commissarissen en aandeelhouder zijn de aangewezen beslissingsprocedures gevolgd.

Het is niet ongebruikelijk dat de Raad van Bestuur in eerste instantie de keuze maakt welke informatie aan de Raad van Commissarissen (inclusief de Strategische Investerings Commissie (SIC)) en de aandeelhouder ter beschikking wordt gesteld. De aangebrachte selectie kunnen wij echter niet verklaren op basis van de ontvangen documentatie. De vraag kan worden gesteld of de Raad van Commissarissen wel in de gelegenheid is geweest om haar bevoegdheden adequaat uit te oefenen aangezien de Raad voornamelijk is afgegaan op de door de Raad van Bestuur ter beschikking gestelde informatie.

In de onderhandelingen over de overnamedocumentatie had Gasunie vasthoudender moeten zijn en het reguleringsrisico niet eenzijdig voor haar rekening moeten nemen.

Aanbevelingen

1. Wij bevelen aan dat de Staat (Ministerie van Financiën) als aandeelhouder bij materiële transacties - in een vroeg stadium - een eigen onafhankelijke externe adviseur in de arm neemt. Hetzelfde kan gelden voor een eventueel aanwezige Raad van Commissarissen. Overwogen kan worden om een (toezichthoudend) orgaan (Raad van Commissarissen en algemene vergadering van aandeelhouders) te laten beschikken over een 'fairness opinion'.
2. In het kader van behoorlijke corporate governance dient alle besluitvorming binnen de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen altijd inhoudelijk en schriftelijk te worden vastgelegd/gedocumenteerd. Beweerdelijke "vertrouwelijkheid" van de gevoerde besprekingen met betrekking tot een acquisitietraject kan nooit een excuus zijn om de besluitvorming binnen de genoemde organen niet deugdelijk en inhoudelijk schriftelijk vast te leggen / te documenteren.
3. Wij adviseren om de ruimte en tijd te reserveren om op het niveau van Raad van Bestuur, Raad van Commissarissen en aandeelhouder van gedachten te wisselen omtrent de belangrijkste concrete risico's en aanbevelingen ('red flags') uit de uitgevoerde 'due diligence' onderzoeken.
4. Het verdient aanbeveling om een 'Investment Commissie' als een onafhankelijk en multidisciplinair in de onderneming resulterend gremium van experts te laten functioneren. Een dergelijke commissie zou op basis van gedefinieerde processen

en criteria tot een zelfstandige beoordeling komen met betrekking tot een investeringspropositie. Voorgenoemde 'Investment Commissie' kan in dit geval een investeringsbesluit parallel aan de Raad van Commissarissen en het SIC als onderdeel van de Raad van Commissarissen beoordelen.

5. Het doen van een overname is altijd risicovol. Bij de besluitvorming door de Raad van Bestuur, de Raad van Commissarissen en de aandeelhouder zal dan ook altijd met onzekerheid over de toekomst van de overgenomen onderneming rekening moeten worden gehouden. Wij adviseren dergelijke onzekerheid (dus ook over een eventueel toepasselijke reguleringskader en/of andere transactierisico's) mee te nemen ('inprijzen') in de biedingsprijs en de overnamedocumentatie. Ruimte dient gecreëerd te worden om 'representations & warranties', vrijwaring, 'earn-out'-regeling, een MAC-clausule en/of aanpassingen van de overnameprijs ('*purchase price adjustments*') te eisen. Dit kan bijvoorbeeld parallel gebeuren aan het uitbrengen van een bod (onder voorwaarden) en/of in de fase van de finale onderhandelingen na uitbrengen van een winnende bod en vóór 'signing en closing' van de transactie. De ervaring leert dat, ondanks het gegeven dat een verkoper vrijwel altijd zal aangeven dat deze ruimte er niet is, er in de praktijk veelal wel enige onderhandelingsruimte is. Ook moet men in een dergelijke situatie bereid zijn om in het uiterste geval 'de beoogde deal' niet te doen.

TOT SLOT: VOORUITBLIK

1. Het nieuwe reguleringskader voor de reguleringsperiode van 2013 – 2017 is in juli 2012 vastgesteld door de Duitse toezichthouder. De gereguleerde tarieven uit de reguleringsperiode 2008 – 2012 worden in principe gecontinueerd. De toezichthouder heeft er voor gekozen het huidige rendement op de investeringen niet verder onder druk te zetten. Experts verwachten dan ook geen noodzaak tot verdere afschrijvingen voortkomend uit het nieuwe reguleringskader, voor zover de afschrijvingen in verband met het toegepaste reguleringskader over de periode 2008 - 2012 correct in de jaarrekening zijn verwerkt.
2. Additionele afschrijvingen voor BEB voortkomend uit de reguleringsperiode 2008 – 2012 en/of door veranderde parameters in het afschrijvingsmodel vanaf 2017 zijn daarentegen niet uit te sluiten. In dit verband zijn mogelijkverwijs verdere afschrijvingen noodzakelijk met betrekking tot:
 - (i) De verhoging van de kapitaalkosten voor vreemd vermogen (leningen). De kapitaalkosten zijn in het op dit moment gehanteerde afschrijvingsmodel vastgesteld op 5.5%. Een verhoging van de kapitaalkosten als gevolg van de financiële crisis en/of downgrading van de kredietwaardigheid van Gasunie zou in dat geval tot verdere afschrijvingen kunnen leiden.
 - (ii) Een onverhoopt lager uitvallende individuele efficiëntiefactor van het netwerk van BEB als gevolg van een toekomstige beoordeling door de Duitse toezichthouder. Een lager efficiëntiefactor in vergelijking met andere gasnetwerkbedrijven betekent, kort gezegd, dat BEB minder kosten mag doorberekenen in de door haar gehanteerde tarieven.
 - (iii) De onmogelijkheid binnen het reguleringskader van 2008 – 2012, om toekomstige investeringen (het zogeheten 'socket-effect') of kosten / voorzieningen (het zogeheten 'photo-year effect') te kunnen doorberekenen. Dit kan mogelijkverwijs leiden tot verdere afschrijvingen ter hoogte van 230 miljoen euro (socket-effect: 160 miljoen euro / photo-year effect: 70 miljoen euro).
3. Het goede nieuws is dat er wel een bodem ligt onder mogelijke toekomstige afschrijvingen. Deze ligt op het niveau van de op dit moment gereguleerde activawaarde ('Regulated Asset Base'; 'RAB') van BEB zoals is vastgesteld door de Duitse toezichthouder. Naar wij begrijpen ligt deze waarde voor BEB momenteel op circa 590 miljoen euro. In onze ervaring is het minder waarschijnlijk dat de waarde van de activa van de onderneming onder deze gereguleerde activawaarde zal dalen. Dit betekent wel dat er nog enige ruimte is voor afschrijvingen, namelijk het verschil tussen de resterende waarde van BEB na alle

eerdere afschrijvingen (activawaarde BEB inclusief uitgestelde belastingverplichtingen: 820 miljoen euro) en de genoemde gereguleerde activawaarde van 590 miljoen euro. Dit laat ruimte voor een resterende (maximale) afschrijving van circa 230 miljoen euro. Dit bedrag sluit aan op de mogelijke verdere afschrijvingen als gevolg van het eerder genoemde 'socket-effect' en 'photo-year effect'.

4. Van de zijde van Gasunie is benadrukt dat de strategische en andere voordelen voor Nederland en de gasrotondestrategie van de Nederlandse overheid (voorzieningszekerheid in Nederland, veiligstellen export Nederlands L-Gas) niet mogen worden veronachtzaamd. Dit onderwerp valt echter buiten het bestek van dit onderzoek.
5. Als slotopmerking past enige relativisering: inherent aan een overname van een infrastructuur is dat het een zeer lange termijn investering betreft. Niet uitgesloten is dat op lange termijn de voordelen van de overname toch groter blijken te zijn dan de thans op de korte termijn gesignaleerde nadelen.