

Strikt vertrouwelijk

Aan : De minister van Economische Zaken

Van : 10.2.e

CC : David Pappie, 10.2.e

Via : DG B&I

Datum: 20 mei 2020

Betreft: uw verzoek voor uitwerking van een aanbod voor steun

Aanleiding

Zoals met u op vrijdag 15 mei besproken, heeft Lazard de contouren voor een aanbod voor steun uitgewerkt binnen de met u daarvoor besproken uitgangspunten:

Realistisch dat het bedrijf post-Corona gezond is, mits de schuldenlast omlaag gaat en voldoende ruimte overblijft voor investeringen en operationele uitgaven. Alle stakeholders leveren in. Aandeelhouders krijgen (nagenoeg) niets terug. Financiers krijgen maximaal de huidige marktwaarde. De financieringsstructuur keert terug naar gezond niveau, want banken bereid risico te lopen op nieuwe lening. Staat beperkt zijn exposure en krijgt een upside.

Op maandag 25 mei tussen 12.00 – 13.00 spreken wij met u over deze casus.

Advies/bespreekpunten

Graag uw reactie voorafgaand aan de bespreking op maandag 25 mei in verband met het krappe tijdsplan voor uitwerking:

- Of u akkoord bent met als kader voor eventuele steun vanuit de Staat dat voor een gezonde kapitaalstructuur de schuld 3.5 – 4x EBITDA is.
- Of u bereid bent binnen dit kader een aanbod voor steun op tafel te leggen bij de Hema langs de contouren zoals uitgewerkt door Lazard en de betrokken adviseurs, waarbij
 - o De Staat voor 50% een garantie zal verstrekken voor een waarde van maximaal 115 miljoen op een totaal financieringspakket van 230 miljoen verstrekt door banken of een financiële instelling, ten behoeve van de benodigde herfinanciering van de schuld tegen de huidige marktwaarde;
 - o Als de aandeelhouder met behulp van de bondholders of een derde partij er niet in slaagt om voldoende kapitaal op te halen, de Staat bereid is equity te investeren voor maximaal 50 miljoen en van de nu benodigde 148 mln ca. 100 mln door derden wordt verstrekt;
 - o Een dergelijk bod marktconform en volledig in lijn is met de kaders voor Staatssteun. De garantie aansluit op de voorwaarden van de reguliere Go, met een hoger volume én een upside. Zowel de garantie als equity vereisen het opzetten van een incidenteel instrument.
 - o Indien u akkoord bent om een dergelijk aanbod te presenteren zal dit nader uitgewerkt moeten worden, waarbij er een uitvoerige due diligence zal plaatsvinden (accounting, tax, legal) om ervoor te zorgen dat eventuele steun volledig binnen de kaders past.
- Of u akkoord bent met de hieronder in de kernpunten benoemde harde randvoorwaarden voor dit aanbod, die samen met het aanbod ook nader zullen worden uitgewerkt.

Wij adviseren u met Hoekstra de mogelijkheid voor een aanbod door de Staat en de timing hiervan te bespreken. Hoekstra wordt parallel geadviseerd, maar heeft nog niet aangegeven of hij bereid is om een bod te doen of dat zijn voorkeur ligt bij het afwachten van het proces tussen het bedrijf en de bondholders (ambtelijk FIN zit op de laatste lijn).

Kernpunten

- De eventuele bereidheid van de Staat om een aanbod voor steun te doen, neemt niet weg dat het bedrijf en de bondholders er nog steeds zelf uit kunnen komen. Zoals met u besproken

kunnen de bondholders op basis van de onderliggende economische waarde van de onderneming ervoor kiezen om het bod van de Staat niet te accepteren.

- Bij een default van de Hema (door tekort aan cash) verkrijgen de bondholders equity. Als zij deze equity waarderen op basis van de huidige marktwaarde, kan het aanbod van de Staat aantrekkelijk zijn doordat de huidige marktwaarde niet hoger is. De waarde ligt wel hoger als de bondholders uitgaan van een genormaliseerde EBITDA post-Corona. Het is onzeker hoe snel de EBITDA weer op een normaal niveau is. Ook kan bij een faillissement behoorlijke schade ontstaan. Daarom kunnen de bondholders de voorkeur geven aan op de korte termijn beschikbare oplossing zoals aangeboden door de Staat.
- Zoals met u besproken is de Staat alleen bereid om een redelijk aanbod op tafel te leggen mits dit voldoet aan een aantal harde randvoorwaarden:
 - o Enige steun is volledig conditioneel aan de bereidheid van de bondholders om een haircut te accepteren waarmee de schuld wordt terug gebracht tot de huidige marktwaarde, zodat de Hema een schuldpositie heeft waarmee ze weer toegang heeft tot reguliere marktfinanciering.
 - o Dat eventuele steun vanuit de Staat zich richt op de continuïteit van de onderneming en niet op de huidige aandeelhouders. De Staat heeft als voorwaarde dat derden equity dienen te verstrekken, maar geen voorkeur t.a.v. een derde partij zolang de onderneming daarmee gezond wordt. Dit kan de huidige aandeelhouder zijn, indien deze bereid is opnieuw liquiditeit te verstrekken, een derde partij of een combinatie.
 - o Dat de Staat een upside krijgt voor het genomen risico, zodat het meeprofiteert van de opbrengsten wanneer de EBITDA hersteld is. Bij equity is dit het geval. Als de Staat alleen financiering verstrekt tbv van de schuld dan moet hiervoor een instrument worden uitgewerkt zodat de Staat een warranty krijgt. Dit behoort namelijk nu niet tot de reguliere Go voorwaarden.
 - o Dat dit een finaal aanbod is van de Staat en dat de enige alternatieve mogelijkheid voor steun vanuit de Staat aan het bedrijf en voor de bondholders een diepe herstructurering is met goedkeuring vooraf door de Europese Commissie in lijn met de reguliere stringente staatssteunregels. Dit om te borgen dat er sprake is van een credible threat richting de bondholders.
 - o Toepassing van bedrijfsspecifieke voorwaarden zoals gesteld in het afwegingskader voor steunverzoeken van individuele bedrijven: niet uitkeren van dividend, niet betalen van bonussen, geen inkoop eigen aandelen en geen ruimte ontslagvergoedingen voor RvB. In aanvulling daarop in ieder geval ook dat de Hema-groep in Nederland belasting zal blijven betalen (zie toelichting) en ruimte voor maatwerk (bijv. MVO).
 - o Dat indien steun wordt verleend de door de Staat gemaakte kosten voor het inschakelen van adviseurs worden doorberekend in de financiering.
- Zoals met u besproken zijn de overwegingen voor de Staat om, ondanks de mogelijkheid dat het bedrijf en zijn stakeholders zelfstandig een oplossing vinden, een redelijk aanbod te doen:
 - o De mogelijk sociale onrust vanwege het groot effect op werkgelegenheid (15.000 banen in Nederland, 100 franchises en 1100 leveranciers) en het straatbeeld (ruim 500 vestigingen, ook in kleinere steden) als er een onordentelijk proces ontstaat. Wanneer het bedrijf en de bondholders er samen niet uit komen en leveranciers kredietlijnen en betaalvoorwaarden drastisch terugschroeven, ontstaan daardoor onmiddellijke problemen met de liquiditeit;
 - o De noodzaak om vooraf duidelijk te maken wat redelijkerwijs mogelijk en aanvaardbaar is qua steun en een duidelijke route te schetsen, zodat er later in het proces geen politieke druk en tijdsdruk zal ontstaan om tegen slechtere voorwaarden voor de Staat steun te verstrekken.
- De timing voor het doen van een redelijk aanbod is cruciaal. In alle gevallen, of het bedrijf en de bondholders komen er zelf uit of de Staat biedt steun in lijn met het hierboven geschetste aanbod, moeten de bondholders een forse haircut accepteren. Voor de timing van de Staat betekent dit dat er eerst voldoende besef van urgentie moet zijn bij de bondholders. Daarnaast moet de Staat haar aanbod duidelijk als 'take-it-or-leave-it' op tafel leggen.
- Daarbij is het van belang duidelijk te maken dat de Staat in alle gevallen dient te voldoen aan de eisen gesteld aan verschillende vormen van staatssteun; daarnaast zal de Staat alleen steun willen bieden als een levensvatbare onderneming ontstaat na de herstructurering. Dat betekent

dat de schuldpositie van Hema na herstructurering niet boven een bepaald niveau mag uitstijgen.

- Nadere due diligence is nodig om vast te stellen dat het volgens de Nederlandse belastingregels niet nodig is dat het bedrijf vennootschapsbelasting moet betalen over de boekwinst ivm de herfinanciering van de schulden. Dit betreft mogelijk een zodanig hoog bedrag dat het substantieel financieel effect heeft op de (on)mogelijkheden in deze casus.

Toelichting

- 10.1.c; 10.2.g; 11.1
[Redacted]
- Met bovenstaande contouren van het aanbod wordt de financieringsstructuur nog niet vastgelegd. Het bedrijf zal in gesprek moeten met zijn stakeholders (banken, bondholders, derde partijen) om te toetsen welke structuur binnen de door de Staat gestelde voorwaarden het meest uitvoerbaar is. Voor de Staat is van belang dat financiers enige skin in the game dienen te hebben, zodat een andere partij eveneens due diligence uitvoert.
- 10.1.c; 10.2.g; 11.1
[Redacted]
- Ook geldt dat het huidige aandelenbelang van grootaandeelhouder Boekhoorn in de Hema (nagenoeg) op nul wordt gewaardeerd¹. Dat betekent dat de aandeelhouder nieuwe financiering zal moeten verstrekken om een belang te behouden. Gegeven zijn betrokkenheid en kennis van zaken is de verwachting dat hij zijn toezegging om [10.1.c; 10.2.g] nieuwe equity te storten gestand doet. Een derde partij is dan nodig om het totaal benodigde eigen vermogen van 148 mln te realiseren.
- Voor alle opties geldt ook dat het uitgangspunt is dat de Hema niet voldoet aan het tijdelijk steunkader voor COVID-19 van de Commissie omdat het op 31/12/2019 een onderneming in financiële moeilijkheden was. 11.1
[Redacted]
- 11.1
[Redacted]
- 11.1
[Redacted]
- Bijgevoegd de analyse van Lazard van de verschillende opties voor een aanbod voor steun door de Staat binnen de gestelde uitgangspunten. Inclusief een samenvatting van de opties (slide 10), de gevolgen van de verschillende opties voor de bereidheid van stakeholders (slide 11), maximaal financieel kader waarbinnen de Staat zou moeten blijven (slide 13) en een redelijk aanbod aan de Hema binnen dit kader (slide 14). De analyse bouwt voort op de eerdere analyse van 15 mei.

¹ Ook de directie zal haar aandelenbelang van 15% moeten afwaarderen naar (nagenoeg) nul. Wellicht zullen nieuwe eigen vermogensverschaffers de directie wel weer willen laten deelnemen. Dit zal echter marktconform moeten en zal niet materieel kunnen zijn in het kader van de totale som.