

Memorandum

Aan Provincie Zeeland / AHC PZEM
C.c.
Van Houthoff -
Datum 17 oktober 2022
Betreft Voorstel verkoop Wholesale

1. Vraagstelling

- 1.1. De aandeelhouders van PZEM N.V. ("**PZEM**") hebben op 28 september 2022 een "Voorstel verkoop Wholesale" ontvangen van de Raad van Bestuur van PZEM. PZEM verzoekt de aandeelhoudersvergadering van PZEM om uiterlijk 31 december 2022 te besluiten of zij de verkoop van Wholesale wil goedkeuren of niet.
- 1.2. In dit memo hebben de met een hoofdletter geschreven woorden dezelfde betekenis die daaraan is gegeven in het "Voorstel verkoop Wholesale", tenzij uit dit memo anders blijkt.
- 1.3. Naar aanleiding van het "Voorstel verkoop Wholesale" heeft de Provincie Zeeland / de AHC PZEM Houthoff gevraagd om:
 - a. juridische duiding te geven aan de laatste alinea op p. 7 van het "Voorstel verkoop Wholesale" (incl. verwijzing in voetnoot 1 naar het onderzoeksrapport van de Zuidelijke Rekenkamer naar de verkoop van Attero); en
 - b. de koopovereenkomst ("**SPA**") op hoofdlijnen door te nemen en na te gaan of er mogelijk belangrijke aspecten ontbreken in het "Voorstel verkoop Wholesale".
- 1.4. Om antwoord te geven op bovenstaande vragen hebben wij de volgende informatiebronnen geraadpleegd:
 - a. het "Voorstel verkoop Wholesale" d.d. 28 september 2022;
 - b. het rapport van de Zuidelijke Rekenkamer "De verkoop van Attero – Reconstructie van de betrokkenheid van de provincies Limburg en Noord-Brabant";
 - c. de "execution copy" van de SPA d.d. 27 september 2022; en
 - d. een (video)telefoongesprek met de juridisch adviseur van PZEM, NautaDutilh op 12 oktober 2022.

2. Antwoord op de gestelde vragen

- 2.1. **Verwijzing naar het onderzoeksrapport van de Zuidelijke Rekenkamer inzake de verkoop van Attero**
 - 2.1.1. De verwijzing van PZEM naar het rapport van de Zuidelijke Rekenkamer inzake de verkoop van Attero ziet onzes inziens met name op de aanbeveling dat moet worden

voorkomen dat aandeelhouders in een tunnel terecht komen waarin (ongeacht de voorwaarden) alleen verkopen het doel is.

2.1.2. In dit kader constateren wij dat PZEM in het "Voorstel verkoop Wholesale" de aandeelhouders er heel nadrukkelijk op wijst dat er door de aandeelhouders belangrijke zelfstandige afwegingen te maken zijn bij het besluit om de verkoop goed te keuren of niet. PZEM wijst daarbij uitdrukkelijk op de risico's, waaronder (maar niet beperkt tot):

- a. het risico dat de koopprijs achteraf gezien te laag is – dit vanwege de zeer volatiele en onvoorspelbare energiemarkt waarbij energieprijzen de komende jaren mogelijk zeer hoog blijven hetgeen slechts in beperkte mate in het koopprijsmechanisme van de transactie is voorzien (mede vanwege de kans dat Wholesale ook weer in een verlieslatende situatie terecht kan komen zoals dat in voorgaande jaren het geval was);
- b. het gegeven dat de SPA bovengemiddeld complexe afspraken bevat waardoor er een verhoogd risico bestaat (en de verkoop, ondanks een eventuele goedkeuring door de aandeelhouder alsnog niet door zou kunnen gaan met alle mogelijke schadelijke effecten van dien) zie hierover ook par. 2.2 hieronder; en
- c. het risico van de margin verplichtingen rond de handelsactiviteiten van Wholesale en de productie van de kerncentrale (zie hierover ook par. 2.2 hieronder). Na afronding van het verkoopproces zal daarbij een belangrijke zakelijke relatie blijven bestaan tussen PZEM en Wholesale (maar dan onder de nieuwe eigenaar) terwijl de margin van de verkoop van de kernenergie niet meer kan worden afgezet tegen de inkoop door Wholesale van (andere) energie voor klanten van Wholesale. Hierbij geldt wel dat de margin risico's in zekere zin ook zonder verkoop blijven bestaan en dat PZEM bijvoorbeeld ook nu de huidige marktrisico's in combinatie met een onverhoopte langdurige uitval van de kerncentrale mogelijk niet zou overleven.

2.1.3. In de kern komen de aanwijzingen van PZEM en de conclusies uit het rapport van de Zuidelijke Rekenkamer erop neer dat de aandeelhouders van PZEM alle factoren van de verkoop moeten afwegen (o.a. risico's van het verkoopproces zelf, een oordeel over de koopprijs, het afwegen van de aandeelhoudersstrategie uit 2017 en de alternatieven als zou worden besloten om niet te verkopen) en dat het daarbij vooraf niet vast moet staan dat goedkeuring van de verkoop de enige optie is. Geen goedkeuring geven aan de verkoop is ook een optie die de aandeelhouders moeten afwegen en waarvan de voor- en nadelen moeten worden meegewogen.

2.1.4. PZEM (en haar raad van commissarissen) geeft in dit verband in het "Voorstel verkoop Wholesale" (zie kopjes "De overwegingen van de Raad van Commissarissen" (v.a. pag. 14) en "Het alternatieve scenario (indien de aandeelhouders de verkoop niet goedkeuren)" (pg. 17)) zelf al een beeld van de alternatieven, die gezien de huidige

aandeelhoudersstrategie weinig rooskleurig lijken te zijn en onder andere afhankelijk zijn van positieve uitkomsten van de nu uiterst volatiele energiemarkt. Iets waar aandeelhouders, op grond van de aandeelhoudersstrategie, juist vanaf willen proberen te komen. Een eventuele goedkeuring of afkeuring door de aandeelhouders van de verkoop zal derhalve gepaard moeten gaan met het erkennen en aanvaarden van alle risico's daarvan.

2.2. Omschrijving van de SPA in het "Voorstel verkoop Wholesale"

- 2.2.1. Wij hebben de SPA op hoofdlijnen doorgenomen en ook telefonisch besproken met de juridische adviseur van PZEM (NautaDutilh). Op basis hiervan kunnen wij bevestigen dat het "Voorstel verkoop Wholesale" in samenvatting de belangrijkste aspecten beschrijft van de afspraken in de SPA.
- 2.2.2. Hierbij willen wij nog meegeven dat wij, in lijn met het oordeel van PZEM, van mening zijn dat de SPA bovenmatig complex is in vergelijking met, naar onze ervaring, andere verkoopprocessen. Wij begrijpen dat dit gestuurd wordt door de huidige marktomstandigheden en de complexiteit van het te verkopen object (waarvoor eerst ook een complexe herstructurering van PZEM heeft moeten plaatsvinden omdat in een eerder stadium was gebleken dat het apart zetten van de kerncentrale niet mogelijk was). Maar dit doet niet af aan het oordeel over de complexiteit van deze verkoop en de daaraan verbonden verhoogde risico's voor de transactie.
- 2.2.3. Dit komt erop neer dat de aandeelhouders er rekening mee moeten houden dat de transactie – ondanks hun eventuele goedkeuring – alsnog niet door kan gaan of tot negatieve gevolgen voor PZEM kan leiden. Zonder volledig te willen zijn, zien wij de volgende punten (die in de kern ook al door PZEM in het "Voorstel verkoop Wholesale" worden beschreven) waarbij wij ook een beeld proberen te schetsen van de negatieve gevolgen:
 - a. een aanzienlijk aantal opschortende voorwaarden (zie pag. 10 onder 4 van het "Voorstel verkoop Wholesale"), naast de opschortende voorwaarde dat de aandeelhouders de transactie moeten goedkeuren, waarbij de vervulling daarvan afhankelijk is van derden. Er is een risico dat, vanwege de complexiteit, discussie kan ontstaan tussen PZEM en de koper of een bepaalde voorwaarde wel of niet vervuld is (met het mogelijk niet doorgaan van de verkoop tot gevolg);
 - b. een complex kooprijksmechanisme met (i) een definitieve kooprijksbepaling achteraf (closing account mechanisme) en (ii) een earn-out mechanisme (dat is een bepaling waarbij afhankelijk van toekomstige handelsactiviteiten van Wholesale de koper verplicht kan worden om een extra kooprijks te betalen als die handelsactiviteiten in de toekomst positief uitvallen). Dergelijke structuren dragen inherent het risico met

zich dat PZEM en de koper het oneens zijn over de betaling daarvan en ten gevolge daarvan geschillen moeten worden beslecht;

- c. een maximale aansprakelijkheid van PZEM onder de SPA (waaronder de af te geven garanties en vrijwaringen) die hoger kan zijn (max. EUR 300 miljoen) dan de koopprijs die PZEM uiteindelijk voor Wholesale ontvangt. Er is daarmee een risico dat PZEM aan de koper meer schade moet betalen dan dat PZEM ontvangt bij de verkoop. Wel is van belang dat aansprakelijkheid voor het grootste deel van de garanties apart nog is gemaximeerd op lagere bedragen die niet boven de koopprijs uitkomen (respectievelijk EUR 75 miljoen en EUR 45 miljoen, zie pag. 11 onder 9 van het "Voorstel verkoop Wholesale"); en
- d. de margin verplichtingen in het kader van de verkoop van de energie van de kerncentrale (die de komende tijd lijkt te kunnen oplopen tot EUR 1 miljard) en het daaraan verbonden debiteurenrisico op de koper (die de margin moet terugbetalen op het moment dat de kerncentrale zijn toekomstige leveringsverplichtingen nakomt). PZEM heeft hier een financieel risico en kan ook in liquiditeitsproblemen komen. Op het eerste gezicht heeft PZEM overigens, in de gegeven omstandigheden, wel al het mogelijk gedaan om die risico's te beperken, door (i) het bedingen van een garantie van de moedermaatschappij van de koper voor een maximum van EUR 315 miljoen (Parten Company Guarantee), het afspreken van een maximum op de margin verplichtingen van PZEM (dan ZEH) richting Wholesale en (iii) de mogelijkheid om de leveringsovereenkomst van kernenergie bij niet terugbetaling van de margin (wanbetaling) door Wholesale op korte termijn te kunnen beëindigen.

3. Slot

- 3.1. Met verwijzing naar de meer gedetailleerde toelichting in dit memo, komen wij in de kern tot het volgende:
 - a. aandeelhouders moeten, met verwijzing naar het rapport van de Zuidelijke Rekenkamer inzake de verkoop van Attero, voorkomen dat zij in een tunnel terecht komen waarin (ongeacht de voorwaarden) alleen verkopen het doel is. Een eventuele goedkeuring of afkeuring door de aandeelhouders van de verkoop zal gepaard moeten gaan met het erkennen en aanvaarden van alle risico's daarvan; en
 - b. wij kunnen bevestigen dat het "Voorstel verkoop Wholesale" in samenvatting de belangrijkste aspecten beschrijft van de afspraken in de SPA. In lijn met het oordeel van PZEM, zijn wij van mening dat de SPA bovenmatig complex is in vergelijking met, naar onze ervaring, andere verkoopprocessen en dat dat, hoewel verklaarbaar, verhoogde risico's voor de transactie met zich brengt.