MEMORANDUM

Aan:	De aandeelhouders van ZEH N.V.
Van:	Mobius Advocaten B.V.
Datum:	15 september 2026
Inzake:	Beoordeling koopovereenkomst verkoop ZEH Energy (indirect belang in EPZ)

1 INTRODUCTIE

1.1 De aandeelhouders van ZEH N.V. ("**ZEH**") hebben op 15 september 2026 een "Voorstel tot verkoop ZEH Energy B.V." ontvangen van de bestuurder van ZEH. ZEH verzoekt de Algemene Vergadering van ZEH om goedkeuring te verlenen voor de verkoop van het (indirect) door ZEH gehouden belang in ZEH Energy B.V. ("**ZEH Energy**") en daarmee indirect het 70%-belang in N.V. Elektriciteits Produktiemaatschappij Zuid-Nederland EPZ ("**EPZ**") aan de Staat der Nederlanden (de "**Staat**"). Deze verkoop zal hierna de "**Transactie**" worden genoemd.

1.2 In dit memorandum geven wij, als juridisch adviseur van de aandeelhouders van ZEH, een beoordeling op hoofdlijnen van de koopovereenkomst en de daarmee samenhangende documentatie. Wij beoordelen daarbij (a) de mogelijke resterende aansprakelijkheid van ZEH (direct en indirect) na afronding van de Transactie en (b) of de Transactie past binnen de aandeelhoudersstrategie van ZEH N.V.

1.3 Wij hebben voor onze analyse de volgende bronnen geraadpleegd:

(a) het "Voorstel tot verkoop ZEH Energy B.V." d.d. 15 september 2026;

(b) de Share Sale and Purchase Agreement ("**SPA**") d.d. 14 september 2026;

(c) het Signing Protocol d.d. 14 september 2026;

(d) de Termination and Release Agreement d.d. 20 augustus 2026;

(e) de aandeelhoudersstrategie van ZEH N.V. d.d. 24 oktober 2023, inclusief het bijbehorende visiedocument; en

(f) een digitaal overleg met het bestuur van ZEH en de juridisch adviseur van ZEH (NautaDutilh) op 31 augustus 2026.

We merken daarbij op dat we de aandeelhoudersovereenkomst van EPZ niet hebben ontvangen en de garantie zoals bedoeld in paragraaf 2.6 onder (i) niet hebben ingezien.

2 JURIDISCHE ANALYSE

(A) RESTERENDE AANSPRAKELIJKHEID ZEH

Opschortende voorwaarden en transactierisico

2.1 De verplichting tot levering van de aandelen is afhankelijk van de vervulling van een zestal opschortende voorwaarden. Dit zijn voorwaarden die eerst moeten zijn vervuld voordat de levering plaatsvindt. Het gaat om: (i) goedkeuring door de ACM, (ii) goedkeuring door het Bureau Toetsing Investeringen (BTI) van het Ministerie van Economische Zaken, (iii) goedkeuring door de Algemene Vergadering van ZEH, (iv) afronding van de consultatieprocedure met de Ondernemingsraad (OR) van EPZ, (v) afronding van de ontvlechting (*carve-out*) van ZEH Energy en (vi) de voorwaarde dat ZEH wordt ontslagen van bepaalde resterende aansprakelijkheid (de "**Release Condition**", zie paragraaf 2.6 hierna).

2.2 Het bestaan van deze voorwaarden brengt onzekerheid met zich mee over het daadwerkelijk doorgaan van de Transactie. Dit risico is inherent aan een transactie van deze aard en omvang, maar is hier enigszins verhoogd doordat met name de Release Condition (zie paragraaf 2.6) afhankelijk is van medewerking van derden (NEO NL/Staat en ERH/RWE), die ook betrokken zijn bij de Transactie.

2.3 Voor het geval de Transactie niet doorgaat vanwege het niet-vervullen van bepaalde opschortende voorwaarden, bevat de SPA een kostenvergoedingsregeling van de Staat aan ZEH B.V. van maximaal EUR 3,5 miljoen. Dit is een bepaling die de neerwaartse risico's voor ZEH beperkt. De vergoeding geldt alleen bij het niet-vervullen van de voorwaarden inzake de aandeelhoudersgoedkeuring en de consultatie van de OR (voorwaarden (iii) respectievelijk (iv) zoals hiervoor beschreven in paragraaf 2.1).

403-verklaring en Release Condition

2.4 ZEH heeft in het verleden een zogenaamde 403-verklaring afgegeven ten behoeve van ZEH Energy. Dit is een verklaring waarmee een moedervennootschap zich hoofdelijk aansprakelijk stelt voor de schulden van een dochtervennootschap, zodat die dochter wordt vrijgesteld van de verplichting om zelfstandig een jaarrekening te publiceren. Bij levering van de aandelen zal ZEH deze verklaring intrekken.

2.5 Intrekking betekent echter niet dat de aansprakelijkheid van ZEH direct eindigt. Op grond van artikel 2:404 BW blijft een zogenaamde overblijvende aansprakelijkheid bestaan voor verplichtingen die vóór de intrekking zijn ontstaan. Beëindiging van deze overblijvende aansprakelijkheid vereist een afzonderlijke procedure, waaronder publicatie in een landelijk dagblad en een verzetstermijn voor schuldeisers. De TRA voorziet erin dat de twee belangrijkste schuldeisers (EPZ en ERH/RWE) afstand doen van hun verzetsrecht, maar andere schuldeisers behouden in principe dat recht.

2.6 De voornaamste bescherming voor ZEH tegen deze aansprakelijkheid zit in de Release Condition. Dit is de opschortende voorwaarde dat ZEH wordt ontslagen van haar

historische aansprakelijkheden jegens EPZ en ERH/RWE. Dit ontslag wordt geregeld in de *Termination and Release Agreement* ("**TRA**"). De TRA voorziet in (i) de beëindiging van de garantie die ZEH onder de aandeelhoudersovereenkomst van EPZ heeft afgegeven, (ii) de beëindiging van de door ZEH afgegeven letter of awareness, en (iii) de onherroepelijke afstandsverklaring door EPZ en ERH/RWE van hun recht om als schuldeiser verzet aan te tekenen tegen de beëindiging van de overblijvende aansprakelijkheid na intrekking van de 403-verklaring.

2.7 De TRA is per de datum van dit memorandum nog niet definitief. Dat is een relevante risicofactor: zolang de TRA niet is gefinaliseerd en ondertekend, is er geen zekerheid dat de Release Condition zal worden vervuld. Zoals ook het bestuur signaleert, zou het kunnen dat de Transactie niet doorgaat als de Staat er met ERH/RWE niet uitkomt. De TRA bepaalt op dit moment dat de Staat via NEO NL vanaf de overdracht van de aandelen een vervangende garantie zal verstrekken, zodat EPZ en ERH/RWE niet zonder waarborg komen te zitten. Dit zou het voor ERH/RWE en EPZ meer acceptabel moeten maken om in te stemmen met de TRA, maar zekerheid is er niet.

2.8 De vervulling van de Release Condition is voor ZEH van wezenlijk belang. Zonder ontslag van deze aansprakelijkheden zou ZEH na levering van de aandelen bloot blijven staan aan verplichtingen uit het verleden. De 403-verklaring creëert immers een hoofdelijke aansprakelijkheid voor alle schulden van ZEH Energy die voortvloeien uit rechtshandelingen verricht vóór de intrekking. Zolang de overblijvende aansprakelijkheid niet is beëindigd overeenkomstig artikel 2:404 BW, blijft die aansprakelijkheid bestaan. Mits ZEH B.V. geen afstand doet van deze voorwaarde, is ZEH B.V. niet gehouden de Transactie af te ronden zolang deze aansprakelijkheid niet adequaat is beëindigd.

2.9 Om ZEH verder te beschermen tegen claims uit hoofde van de 403-verklaring die na overdracht van de aandelen nog worden ingediend, bevat de SPA een vrijwaring die de Staat verplicht om ZEH voor die claims schadeloos te stellen. De Staat vergoedt bedragen die ZEH na de leveringsdatum betaalt aan schuldeisers van ZEH Energy op grond van de 403-verklaring. Gezien de kwaliteit van de Staat als verhaalspartij achten wij deze vrijwaring een adequate waarborg in aanvulling op de Release Condition.

Overige beperkingen aansprakelijkheid ZEH

2.10 Wij beoordelen het aansprakelijkheidsregime onder de SPA als gunstig voor ZEH B.V. als verkoper (en daarmee voor ZEH). De Transactie vindt plaats op een "*as is, where is*"-basis. Dat betekent dat de Staat de aandelen accepteert in de staat waarin zij zich bij levering van de aandelen bevinden, zonder aanvullende garanties over de onderneming, de fiscaliteit of de staat van de activa (waaronder de kerncentrale zelf).

2.11 ZEH B.V. geeft uitsluitend zogenaamde fundamentele garanties af. Dit zijn garanties die zien op het eigendom van de aandelen, de bevoegdheid om de aandelen te verkopen en de rechtsgeldige oprichting van ZEH Energy B.V. Het betreft een zeer beperkte set garanties die naar ons oordeel minimaal is voor een transactie van deze aard.

2.12 De maximale aansprakelijkheid van ZEH B.V. onder de SPA is gelijk aan de koopprijs, hetgeen wat ons betreft gebruikelijk is voor fundamentele garanties. Claims moeten binnen één jaar na afronding van de Transactie worden ingediend, een periode die relatief kort is voor dit type garanties. De SPA bevat verder geen garanties ten aanzien van de activa (waaronder de kerncentrale), de jaarcijfers of de verstrekte informatie. Bovendien voorziet de SPA niet in een fiscale vrijwaring van ZEH B.V. aan de Staat voor belastingen daterend van voor de datum van levering. Ook dit is een relatief gunstig uitgangspunt voor ZEH B.V. met oog op de beperking van haar aansprakelijkheid.

2.13 De SPA sluit het recht op ontbinding (artikel 6:265 BW) en vernietiging op grond van dwaling (artikel 6:228 BW) uit. Bij een eventuele tekortkoming kan de Staat uitsluitend schadevergoeding vorderen; ontbinding van de Transactie als zodanig is niet mogelijk. Dit biedt ZEH voldoende comfort dat de Transactie na afronding daarvan niet door een partij kan worden teruggedraaid.

Koopprijs en locked box-mechanisme

2.14 De koopprijs staat vast op EUR 245,7 miljoen (economische peildatum 1 januari 2026), vermeerderd met een rentevergoeding van maximaal EUR 5 miljoen. Na afronding van de Transactie vindt er geen koopprijsaanpassing plaats op basis van netto schuld en werkkapitaal. Dit “locked box”-mechanisme biedt een verkoper prijszekerheid, hetgeen wij als positief beoordelen.

2.15 We merken daarbij op dat een locked box-mechanisme wel kan leiden tot aanpassing van de koopprijs na afronding van de Transactie. Dit is uitsluitend het geval indien in de periode tussen de peildatum (1 januari 2026) en levering van de aandelen, waarde wordt onttrokken uit ZEH Energy (zogenaamde *leakage*), bijvoorbeeld als gevolg van een dividenduitkering. De SPA bevat een regeling die dergelijke onttrekking beperkt. Daarbij gelden ook bepaalde toegestane uitzonderingen (*permitted leakage*), zoals dividenduitkeringen die reeds in de koopprijs zijn verdisconteerd. Eventuele vorderingen van de koper op grond van leakage kunnen, net als andere vorderingen onder de SPA, uiterlijk tot één jaar na de leveringsdatum worden ingediend.

Anti-embarrassment

2.16 De SPA bevat een zogenaamde *anti-embarrassment*-bepaling. Deze bepaling houdt in dat, als de Staat binnen twaalf maanden na de levering van de aandelen het resterende 30%-belang in EPZ van ERH/RWE verwerft tegen een hogere impliciete waardering, de Staat het verschil alsnog aan ZEH moet bijbetalen. Een dergelijke bepaling biedt wenselijke bescherming aan ZEH, mede omdat ZEH niet op de hoogte is van de onderlinge afspraken tussen de Staat en ERH/RWE in verband met de Transactie.

2.17 De bepaling kent wel beperkingen. Zij ziet uitsluitend op een verwerving door de Staat van het belang van ERH/RWE; een eventuele verkoop door de Staat van (een deel van) het in de Transactie verworven belang van ZEH (bijvoorbeeld aan een derde partij) valt

er niet onder. Daarnaast geldt een tijdsbeperking van twaalf maanden. Het bestuur van ZEH heeft aangegeven dat dit het maximaal haalbare onderhandelingsresultaat is.

Earn-out Gemini

2.18 De SPA bevat een regeling voor afwikkeling van nog openstaande bedragen uit de Gemini-transactie. Het bestuur van ZEH heeft aangegeven dat deze bedragen per de datum van dit memorandum materieel zijn afgewikkeld, waardoor dit punt geen wezenlijk restrisico meer vormt.

(B) AANDEELHOUDERSSTRATEGIE

2.19 De aandeelhoudersstrategie van ZEH, vastgesteld in oktober 2023, heeft als uitgangspunt dat de betrokkenheid van aandeelhouders bij commerciële energie gerelateerde activiteiten (opwek en levering) wordt vervreemd. Het risicoprofiel van de EPZ-activiteiten, en dan met name het risico van langdurige of vroegtijdige sluiting van de kerncentrale, wordt als niet passend bij decentrale publieke aandeelhouders beschouwd. Vervreemding van de aandelen, zoals beoogt met de Transactie, zal leiden tot minimalisatie van deze risico's.

2.20 De aandeelhoudersstrategie geeft daarbij de voorkeur aan vervreemding van het 70%-belang in EPZ aan de Staat, gegeven het nationale publieke belang van de veiligheid van de kerncentrale. De Transactie, te weten een verkoop van de aandelen in ZEH Energy aan de Staat, geeft hieraan op directe wijze invulling. Wij constateren dat de Transactie in dat opzicht in lijn is met de aandeelhoudersstrategie.

2.21 Wel benadrukt de aandeelhoudersstrategie dat bij vervreemding moet worden gestreefd naar behoud van aandeelhouderswaarde vanuit goed rentmeesterschap. In dat kader verwijzen we naar de inhoud van de second opinion inzake de Transactie zoals opgesteld door Rebel.

3 CONCLUSIE

3.1 Op basis van onze analyse komen wij tot de volgende conclusies ten aanzien van de in paragraaf 1.2 genoemde onderwerpen:

(a) **Aansprakelijkheid ZEH onder de SPA:** Het aansprakelijkheidsregime in de SPA is overwegend gunstig voor ZEH. De garanties zijn beperkt tot fundamentele garanties en de SPA bevat geen fiscale vrijwaring, de aansprakelijkheid is gemaximeerd op de koopprijs met een maximale termijn van één jaar, de Transactie vindt plaats op "*as is, where is*"-basis en ontbinding van de SPA is uitgesloten. Bijzonder aandachtspunt hierbij is wel de wijze waarop het ontslag van aansprakelijkheid voor o.a. de 403-verklaring wordt vormgegeven, maar wij beoordelen de waarborgen in dit kader in de SPA (de Release Condition in combinatie met de in paragraaf 2.9 beschreven vrijwaring) als voldoende.

(b) **Aandeelhoudersstrategie:** De voorgenomen Transactie is in lijn met de aandeelhoudersstrategie van ZEH, die inzet op vervreemding van het belang in EPZ aan de Staat en beëindiging van de betrokkenheid bij commerciële energie gerelateerde activiteiten. Voor de beoordeling van de koopprijs met oog op het behoud van aandeelhouderswaarde, verwijzen we naar de second opinion inzake de Transactie van Rebel.

***