

Provincie Limburg/Noord-Brabant/Overijssel/Groningen/Drenthe

Deze Letter of Comfort is uitsluitend bestemd voor de geadresseerden (zie de Belangrijke Mededelingen).

Betreft: Letter of Comfort/Bevindingen – Converteerbare hybride aandeelhouderslening Enexis
Onze ref: fs19024/BJW/ISM

Bussum, 22 april 2020

Geachte heer/mevrouw,

Uw Provincie overweegt kapitaal te verstrekken aan Enexis Holding N.V. (hierna: “Enexis”) door te participeren in een converteerbare hybride aandeelhouderslening. De aandeelhouders van Enexis hebben op 15 april 2020 j.l. een financieringsverzoek ontvangen van Enexis, voor de financiering van investeringen ten behoeve van de energietransitie en ter ondersteuning van de uitvoering van de publieke taak in het kader van de energiedistributie (hierna: “het Financieringsverzoek”).

In het beoordelen van het Financieringsverzoek trekken de provincies Noord-Brabant, Limburg, Groningen, Overijssel en Drenthe (hierna: “de Opdrachtgevers”) gezamenlijk op namens alle provinciale aandeelhouders van Enexis, maar hebben ook oog voor het belang van de overige gemeentelijke aandeelhouders. Gezamenlijk hebben de Opdrachtgevers aan Zanders Financial Services B.V. (hierna: “Zanders”) opdracht gegeven om hen in dit proces te begeleiden.

Deze brief beschrijft de bevindingen van Zanders en is een aanvulling op de Letter of Comfort/Proces Beschrijving (22 april 2020) (hierna: “de Proces Beschrijving”), welke een beschrijving van de opdracht geeft en onder andere ingaat op het karakter van hybride instrumenten (in paragraaf 3). Daarnaast verwijzen we u naar een document met beleggersinformatie (Essentiele Beleggingsinformatie) welke door Zanders nog aan u beschikbaar zal worden gesteld.

1. Bevindingen

Enexis heeft de aandeelhouders eind 2019 benaderd ter voorbereiding op het Financieringsverzoek. De Opdrachtgevers hebben Zanders gevraagd te adviseren ter ondersteuning van de analyse voor de besluitvorming voor het verstrekken van financiering aan Enexis. Zanders’ ondersteuning is opgedeeld in twee fases:

- Fase 1 heeft bestaan uit de risicoanalyse en advisering ten aanzien van de financierbaarheid van het business plan van Enexis. De uitkomst van Fase 1 is een algemeen oordeel van Zanders over het (krediet)risicoprofiel van Enexis en de financierbaarheid van de voorgestelde business case. Zanders

conclusies betreffende Fase 1 zijn gedocumenteerd in het Finaal Rapport (13 januari 2020) en zijn tot op heden onveranderd.

- In Fase 2 is Zanders gevraagd u te begeleiden bij de totstandkoming en de uitvoering van een EUR 500 miljoen converteerbare hybride aandeelhouderslening met een looptijd van 60 jaar, aan Enexis Holding N.V. (hierna: “de Hybride Lening”). En in het bijzonder, u te begeleiden bij de onderhandelingen met Enexis over de voorwaarden van de leningsovereenkomst (hierna: “de Overeenkomst”) en de methoden voor de berekening van het rendement van de lening (hierna: “de Rentabiliteitsanalyse”, en tezamen “de Documenten”).

Zanders heeft de concept versies van de Documenten ingezien en van commentaar voorzien (na uitvoerig overleg met u en uw extern juridisch adviseur).

Voor het nemen van een besluit omtrent een mogelijke participatie in de converteerbare hybride aandeelhouderslening zijn zowel de kenmerken van de kredietnemer als de kenmerken van de specifieke lening van belang. Derhalve gaan we kort in op het risico profiel van Enexis.

Enexis

Enexis is een Nederlands netwerkbedrijf in de energiesector waarvan de aandelen in handen zijn van provincies en gemeentes in het verzorgingsgebied. Enexis distribueert elektriciteit en gas aan respectievelijk 2,8 miljoen en 2,3 miljoen klanten in de provincies Groningen, Drenthe, Overijssel, Noord-Brabant en Limburg. Daarnaast werkt Enexis aan verduurzaming van de energievoorziening. Enexis is actief in een gereguleerde markt en energiedistributie behoort tot de vitale infrastructuur van de samenleving. Activiteiten van Enexis zijn derhalve een wettelijke taak.

Enexis heeft een solide ‘Investment Grade’ credit rating van A1/A+. De credit rating is ruim boven de minimale wettelijke norm van BBB, is in lijn met Nederlandse vergelijkbare ondernemingen en beter dan veel Europese sectorgenoten.

Analyses van rating agency Moody’s tonen aan dat het vreemd vermogen van Enexis bescheiden is ten opzichte van vergelijkbare ondernemingen in Europa. Bovendien heeft Enexis een relatief hoge ratio ‘Funds From Operations’/ netto schuld (“FFO/netto schuld”) ratio in vergelijking met Europese sectorgenoten.

Keuze van het instrument

De financiële projecties van Enexis tonen dat de verwachte winstgevendheid de komende jaren onder druk zal komen te staan. De projecties gaan uit van een daling van de gereguleerde omzet bij verlaging van de door de Autoriteit Consument & Markt vastgestelde tarieven en een toenemend investeringsniveau ten behoeve van de energietransitie. De projecties gaan voorts uit van een significante behoefte aan externe financiering om de plannen te realiseren.

Enexis streeft ernaar een minimale credit rating van A flat te behouden conform haar financieel beleid. Gezien de dalende winstgevendheid en toename van de balanstotaal door investeringen, zou invulling van de externe financieringsbehoefte met uitsluitend vreemd vermogen waarschijnlijk verlaging van de credit rating onder het gewenste niveau tot gevolg hebben.

Ter bescherming van de credit rating is Enexis voornemens om de eigenvermogenspositie te versterken. Enexis heeft hiervoor verschillende mogelijkheden aangedragen en toegelicht in het Financieringsverzoek. In het Financieringsverzoek licht Enexis ook haar overwegingen toe om tot de voorkeur voor een hybride aandeelhouderslening met conversiemechanisme te komen.

Een hybride instrument (met of zonder conversiemechanisme) is een financieringsinstrument met als doel om het weerstandsvermogen, zoals dat door rating agencies wordt gemeten, te versterken. Indien het instrument aan bepaalde criteria voldoet dan zal een rating agency een bepaald percentage van het instrument kwalificeren als eigen vermogen. Hierbij zij opgemerkt dat deze kwalificatie uitsluitend door de rating agencies wordt toegepast en daarmee geen invloed heeft op de fiscale en boekhoudkundige



kwalificatie van het instrument. Hybride instrumenten zijn gebruikelijke financieringsinstrumenten voor Europese nutsbedrijven en energiedistributiebedrijven en worden veelal ingezet om de credit rating in stand te houden.

Daarnaast onderkennen rating agencies de rol en mogelijke steun van publieke aandeelhouders. Moody's is hier expliciet in en kent Enexis een rating toe welke twee punten (notches) hoger ligt dan gebruikelijk zou worden toegekend. De extra toekenning is op grond van de verwachting dat aandeelhouders Enexis zullen blijven steunen in de uitoefening van haar taken. Indien het overgrote deel van de aandeelhouders van Enexis niet zouden participeren in het voorgestelde financieringsinstrument, dan zou het financiële profiel van Enexis als gevolg van de verdere investeringen onder druk komen te staan. Als gevolg bestaat er een reële mogelijkheid dat de rating agencies de credit rating van Enexis verlagen. Een verlaging van de credit rating leidt tot hogere financieringskosten voor Enexis bij het aantrekken van vreemd vermogen.

Het instrument bevat een conversiemechanisme. In het geval van een converteerbaar instrument kan de ontvanger van het instrument (Enexis) onder bepaalde voorwaarden het recht verkrijgen om de verstrekkers (u) te vragen om het instrument om te zetten in aandelen in het kapitaal van de ontvanger (het conversie recht). Het conversie recht ontstaat op het moment dat op korte termijn te verwachten is dat de credit rating van Enexis bij een of meerder rating agencies onder een bepaald minimum niveau zal uitkomen (de trigger). Na uitoefening van dit recht (conversie) verandert de positie van de verstrekker van 'volledig achtergesteld' naar een die gelijk is aan de positie van alle aandeelhouders van de ontvanger, zal Enexis geen rente meer betalen en zal de looptijd van het instrument oneindig zijn.

De trigger wordt geraakt indien de credit rating van Enexis daalt tot onder A bij Standard & Poor's of A2 bij Moody's, of indien de credit rating op het niveau van A of A2 een 'credit watch' krijgt. Credit watch houdt in dat het zeer aannemelijk is dat de credit rating binnen korte termijn verlaagd wordt.

De verzochte Hybride Lening biedt de aandeelhouders en Enexis een flexibele manier om rekening te houden met de onzekerheden in de projecties. Hierna noemen we twee voorbeelden.

- Mochten de geprojecteerde investeringen lager (of later) uitvallen, of de verwachte daling van de tarieven uitblijven, dan zou achteraf geredeneerd kunnen worden dat versterking van het eigen vermogen niet nodig zou zijn geweest. In dit geval zou een aandelenuitgifte of inhouding van winst (als alternatief voor de Hybride Lening) voorbarig zijn geweest. Door te kiezen voor een Hybride Lening kan Enexis in dit scenario de lening aflossen, waarbij het ter beschikking gestelde kapitaal opnieuw door de verstrekkers kan worden ingezet.
- Indien de resultaten van Enexis lager zouden uitvallen dan geprojecteerd dan zou achteraf juist meer eigen vermogen nodig zijn geweest. Als in dit negatieve scenario de credit rating op de trigger zou uitkomen, dan kan door Enexis geopteerd worden voor het uitoefenen van het conversierecht.

Tot aan het moment van vervroegde aflossing of conversie genieten de verstrekkers het voordeel van het ontvangen van een rentecoupon. Bovendien toont het verstrekken van een Hybride Lening de betrokkenheid van de aandeelhouders bij Enexis' strategie. De steun van de publieke aandeelhouders geeft een positief signaal aan rating agencies en aan de huidige en toekomstige vreemd vermogensverschaffers.

Zanders onderschrijft Enexis' verwachting dat een deel van de financieringsbehoefte met eigen vermogen ingevuld zal moeten worden om de gewenste credit rating te behouden. Een achtergestelde, hybride converteerbare lening wordt vanuit een rating perspectief deels als eigen vermogen gezien om de credit rating in stand te houden. Bovendien biedt de Hybride Lening de flexibiliteit het eigen vermogen van Enexis op termijn te versterken door het onder voorwaarden uit kunnen oefenen van het conversierecht.

Documentatie

Gezien het feit dat de voorgestelde financiering een zogenoemde onderhandse financiering is tussen geldnemer en geldgever(s), is het aan beide partijen om de voorwaarden van de onderhavige lening in onderling overleg te bepalen. In eerste aanleg bestaat daarin een grote mate van keuzevrijheid. Bij het



vaststellen van de bepalingen van een hybride converteerbare lening is deze keuzevrijheid echter in grote mate ingeperkt door een aantal criteria zoals het doel van het instrument, boekhoudkundige en fiscale vormvereisten, de beoordelingscriteria van de rating agencies en tot slot internationaal prevalerende documentatie voor hybride leningen.

De Overeenkomst geeft een volledige omschrijving van de relatie tussen de geldnemer (Enexis) en geldgever (de aandeelhouders). Het is zaak om de belangen van geldgevers in alle mogelijke scenario's (hierna de "Belangen") in beeld te hebben en adequaat te borgen.

De Documentatie is in samenspraak met twee internationaal geaccrediteerde advocatenkantoren van goede naam en faam getoetst.

Zanders onderschrijft dat:

- De Overeenkomst passend is in het kader van het doel van de financiering, voldoet aan de minimum beleidscriteria van rating agencies en confirmeert aan de heersende internationale maatstaven voor hybride instrumenten.
- De Overeenkomst de Belangen van de aandeelhouders op een adequate manier borgt, rekening houdend met de risicovolle eigenschappen van de converteerbare hybride aandeelhouderslening en de samenloop van belangen die ontstaat bij de aandeelhouderslening.

De Overeenkomst voorziet in twee momenten waarop geïnteresseerde aandeelhouders kunnen deelnemen aan de Hybride Lening, de zogenaamde instapmomenten. Zanders heeft de Opdrachtgevers en Enexis bijgestaan bij het vinden van een modaliteit om de belangen van alle potentiële deelnemers gelijk te houden (ongeacht het instapmoment) en Enexis in staat te stellen adequaat en tijdig haar financieel beleid uit te voeren. Hierbij is geput uit gangbare methoden voor internationale leningen en obligatie uitgiffen.

Rentabiliteitsanalyse

De Hybride Lening zal een vast rentepercentage hebben welke elke 10 jaar zal worden aangepast voor de dan van toepassing zijnde geldmarkt basis rente (Euro interst rate swap) (hierna: "de rentecoupon").

De rentecoupon die een lening moet opbrengen is afhankelijk van onder meer de looptijd, kredietwaardigheid, achterstelling en andere voorwaarden van de lening. De rentecoupon zal kort voor het aangaan van de Hybride Lening worden berekend door een onafhankelijke derde partij van goede naam en faam, gebruik makend van een van te voren afgestemde berekening systematiek (hierna: "de berekeningsmethode").

Op enkele momenten voorafgaand aan de uitgifte zal de rentecoupon worden berekend (proefdraaien). Indien dit een voldoende stabiel beeld oplevert dan zal verder gegaan worden met de uitgifte, zo niet dan zal in goed overleg met u worden gehandeld. Met proefdraaien is geanticipeerd op de mogelijkheid dat snelle schommelingen in de Europese markten voor vreemd vermogen ten gevolgen van de COVID-19 epidemie het bepalen van een lange termijn rentecoupon (60 jaar) volgens internationaal gangbare standaarden zullen bemoeilijken.

De Opdrachtgevers, Zanders en Enexis hebben meerdere malen gesproken met een door Enexis aangewezen onafhankelijke derde partij (hierna: de "aangewezen partij") om tot een afstemming van een marktconforme en transparante berekeningsmethode te komen. Zanders heeft de Opdrachtgevers o.a. bijgestaan bij het toetsten van de expertise van de aangewezen partij en bij het toetsen van de voorgestelde berekeningsmethode. Hierbij is o.a. rekening gehouden met internationaal gangbare standaarden, de specifieke eigenschappen van de Documentatie van de converteerbare hybride aandeelhouderslening en het rendement van vergelijkbare instrumenten uitgegeven door vergelijkbare Europese nutsbedrijven en energiedistributiebedrijven.

De aangewezen partij heeft naar aanleiding van bovenstaande gesprekken toegezegd de voorgestelde berekeningsmethode te zullen aanpassen aan de bevindingen van Zanders. Door de COVID-19 epidemie



hebben deze aanpassingen meer tijd gevraagd dan gebruikelijk. Op het moment van het opstellen deze brief heeft Zanders de aanpassingen nog niet kunnen toetsen daarom staan onderstaande bevindingen in blokhaken opgenomen in deze concept brief.

Zanders onderschrijft dat:

- [De berekeningsmethode, welke is afgestemd met aangewezen partij (Deloitte), voldoet aan internationaal gangbare maatstaven voor marktconformiteit]*

2. Afronding

Naar onze mening is het gevoerde traject zorgvuldig, transparant en prudent ingestoken. Het is nadrukkelijk uitgesproken door de Opdrachtgevers om de belangen van alle aandeelhouders van Enexis te behartigen. Daar waar mogelijk hebben we gepoogd om de financiële risico's welke inherent zijn aan een converteerbare hybride aandeelhouderslening zo goed mogelijk te inventariseren voor de Opdrachtgevers opdat er een objectieve besluitvorming inzake de financiële risico's verbonden met de voorgenomen participatie kan plaats vinden. Met name het duidelijk afbakenen van de voorwaarden waaronder Enexis de conversie trigger bij een 'negative outlook' (afgegeven door rating agencies) kan inroepen draagt bij aan de risicobeperking.

Daarnaast is gestreefd naar transparantie bij het bepalen van een marktconforme rente. De documentatie bevat naar onze mening marktconforme en door rating agencies voorgeschreven bepalingen. [In combinatie met de gesignaleerde risico's, ligt de rentevergoeding binnen de marktconforme range.]*

De volgende onderdelen vallen buiten scope van Zanders werkzaamheden: i) juridisch en fiscaal advies, ii) uitspraken over de juistheid van de strategie en prognoses van Enexis, iii) uitspraken of de converteerbare hybride lening past binnen het beleggingsbeleid van de aandeelhouders.

De Letter of Comfort betreft nadrukkelijk geen (belegging)advies op individueel niveau van de aandeelhouders, noch juridisch of een fiscaal oordeel; zoals hieronder de het paragraaf 'Belangrijke Mededelingen' verder is omschreven.

* Concept

Met vriendelijke groet,
Zanders Financial Services B.V.

B.J. Wittenberg

A.W.W. van Tol



Belangrijke mededelingen

This Letter was prepared exclusively for the benefit and internal use of the recipient to whom it was directly addressed and delivered (including such recipient's subsidiaries, "you" or "your") in order to assist you in evaluating on a preliminary basis, the feasibility of a potential Transaction contemplated hereby and does not carry any right of publication or disclosure, in whole or in part, to any other party.

By accepting this Letter, subject to applicable law or regulation, you acknowledge and agree to keep confidential the information contained herein and the existence of and proposed terms for any Transaction. Neither this Letter nor any of its contents may be disclosed or used for any other purpose without our prior written consent. To the extent that you have received this Letter pursuant to a Non Disclosure Agreement the terms and conditions of that agreement also apply to this Letter.

By accepting this Letter you acknowledge and agree (i) that the Letter may (in whole or in part) constitute unpublished, price-sensitive information ("Inside Information") for the purposes of applicable law and regulations and that any of your officers, employees, advisers or agents who are in, or acquire, possession of this Letter (in whole or in part) may have Inside Information for the purposes of applicable law and regulations, (ii) to receiving such Inside Information, (iii) that you shall bring to the attention of its officers, employees, advisers and agents who from time to time receive any Inside Information the prohibitions relating to such information set out in applicable law and regulations, (iv) you shall not (and shall procure that none of your officers, employees, advisers or agents shall): (a) make any use of the Inside Information for the purposes of dealing or encouraging another person to deal in any securities of the Group; or (b) engage in insider dealing or similar or any other behaviour amounting to market abuse (in all cases within the meaning of applicable law and regulations) based on any Inside Information, and (v) that you are aware of your obligations relating to Inside Information under all laws and regulations applicable to it.

In preparing this Letter we have relied upon and assumed, without independent verification, the accuracy and completeness of all information available from public sources or which was provided to us by or on behalf of third parties or which was otherwise reviewed by us. The information in this Letter reflects prevailing conditions and our views or estimates as of the date hereof, all of which are accordingly subject to change without any notice. Any prices or levels contained herein are preliminary and indicative only and do not represent bids or offers. These indications are provided solely for your information and consideration, are subject to change at any time without notice and are not intended as a solicitation with respect to the purchase or sale of any instrument. The information contained in this Letter may include results of analyses from a quantitative model which represent potential future events that may or may not be realised and is not a complete analysis of every material fact representing any product.

By accepting this Letter, you acknowledge and agree that neither we or our client, nor any of the respective officers, employees or professional advisers (i) make any representation or warranty, express or implied, as to, or assume any responsibility for, the accuracy, reliability or completeness of any of the information in this Letter, or the assumptions on which it is based, (ii) shall be under any obligation to update or correct any inaccuracy in this Letter or any other information supplied or be otherwise liable, (iii) shall be under any obligation to disclose to your or a third party any information received or materials prepared during the course of our Phase I Engagement and our Phase II Engagement.

Any terms set forth in this Letter are intended for discussion purposes only and are subject to the final terms as set forth in separate definitive written agreements. This Letter is not a commitment to lend, syndicate or arrange a financing, underwrite or purchase securities, or commit capital nor does it obligate us to enter into such a commitment, nor are we acting as a fiduciary to you.

Prior to entering into any Transaction, you should determine, without reliance upon us or our affiliates, the economic risks and merits (and independently determine that you are able to assume these risks) as well as the legal, tax and accounting characterisations and consequences of any such Transaction. In this regard, by accepting this Letter, you acknowledge and agree that (a) we are not in the business of providing (and you



are not relying on us for) legal, tax or accounting advice, (b) there may be legal, tax or accounting risks associated with any Transaction, (c) you should receive (and rely on) separate and qualified legal, tax and accounting advice and (d) you should apprise senior management in your organization as to such legal, tax and accounting advice (and any risks associated with any Transaction) and our disclaimer as to these matters.

CONCEPT

