

Gedeponeerd ter griffie van
het Gerechtshof te Amsterdam
op: 4-3-2022

Onderzoeksverslag

inzake

Estro Groep B.V. in faillissement

(voor juridische fusie en naamswijzigingen: Catalpa N.V.)

in verband met de beschikking van 10 december 2019, zaaknummer 200.254.527/01 OK, van de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam

Datum 1 maart 2022

Inhoudsopgave

- I. Het onderzoek
 - Onderwerp van het onderzoek
 - Verloop en perspectief van het onderzoek
 - Uitvoering van het onderzoek
 - Opzet van het verslag en conventies
- II. Catalpa
- III. Enige opmerkingen voorafgaand aan de beantwoording van de onderzoeksvragen
- IV. Beantwoording van de onderzoeksvragen
 - Informatieverschaffing CMO
 - Besluitvorming
 - Belangenverstrengeling Bestuur vs. Catalpa
 - Toezicht Bestuur
- V. Bevindingen onderzoekers

Bijlagen:

- I. Definities
 - II. Lijst met interviews
 - III. Opzet Adviesaanvraag 1, met begeleidende email
 - IV. Concept notulen van de bijeenkomst van het CMO van 15 juni 2010 alsmede de brief van het CMO aan Kloos van 16 juni 2010
 - V. Concept Stapled Finance voorstel d.d. 10 mei 2020
 - VI. Gespreksverslagen
-

I. HET ONDERZOEK

1. Catalpa

- 1.1. Op 5 juni 2014 is Estro Groep B.V. failliet verklaard.
- 1.2. Estro Groep B.V. is door (een groepsmaatschappij van) Providence, een Amerikaanse *private equity* partij ("**Providence**"), op 5 juli 2010 opgericht onder de naam NCC Investments B.V. ("**NCC**" of "**Bidco**") als *special purpose vehicle* met oog op de voorgenomen overname door Providence van Catalpa N.V. ("**Catalpa N.V.**"), de houdstervennootschap van de Catalpa groep van vennootschappen welke actief was op het gebied van kinderopvang.
- 1.3. NCC heeft op 16 augustus 2010 het gehele uitstaande aandelenkapitaal in Catalpa verkregen van Benca B.V. ("**Overname**"), een groepsvennootschap van Bencis, een Nederlandse *private equity* partij.
- 1.4. Bij notariële akte van 8 december 2010 is NCC juridisch gefuseerd met Catalpa N.V., waarbij NCC de verkrijgende vennootschap was en Catalpa N.V. de verdwijnende vennootschap ("**Fusie**"). Op diezelfde datum is de naam van NCC Investments B.V. gewijzigd in Catalpa Holding B.V., welke naam in 2011 is gewijzigd in Estro Groep B.V.
- 1.5. De curator in het faillissement van Estro Groep B.V. heeft op de voet van artikel 2:346 lid 3 BW een verzoek tot enquête gedaan.

2. Datum beschikking en inhoud

- 2.1. Bij beschikking van 10 december 2019, zaaknummer 200.254.527/01 OK (de "**Beschikking**"), heeft de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam een onderzoek bevolen naar het beleid en de gang van zaken van Catalpa over de periode vanaf 1 januari 2009 tot 9 december 2010. Bij beschikking van 2 januari 2020 heeft de Ondernemingskamer mrs. H.M. de Mol van Otterloo en M. Bijkerk aangewezen als onderzoekers.
- 2.2. Het onderzoek richt zich op het besluitvormingsproces van het bestuur van Catalpa N.V. ("**Bestuur**") rond de Overname en de Fusie, de informatievoorziening daarover aan het centrale medezeggenschapsorgaan ("**CMO**"), de mogelijke belangenverstremming tussen leden van het Bestuur en Catalpa, en het toezicht op het Bestuur.

3. Verloop en perspectief van het onderzoek

- 3.1. De onderzoekers hebben op 21 januari 2020 een plan van aanpak en een begroting van de kosten van het onderzoek aan de partijen voorgelegd en vervolgens op 5

februari 2020 aan de Ondernemingskamer gezonden. De Ondernemingskamer heeft bij beschikking van 6 maart 2020 het budget voor het onderzoek vastgesteld.

- 3.2. Op 12 maart 2020 werden door de Nederlandse overheid landelijke maatregelen afgekondigd om de verspreiding van het COVID-19 virus tegen te gaan. Als gevolg van de overheidsmaatregelen konden zakelijke besprekingen tot 1 juni 2020 niet anders dan via elektronische communicatiemiddelen plaatsvinden. Vanwege de voorkeur van de onderzoekers om de interviews met de meest betrokken personen in een fysieke vergadering te houden zijn de eerste gesprekken pas vanaf juni 2010 gevoerd. De overige gesprekken zijn, na het opnieuw invoeren van overheidsmaatregelen die fysieke bijeenkomsten in de weg stonden, door middel van het gebruik van via elektronische communicatiemiddelen gevoerd.
- 3.3. De onderzoekers hadden in hun plan van aanpak het voornemen uitgesproken om in het najaar van 2020 een concept-verslag aan partijen voor te leggen. Deze planning is vanwege de hiervoor beschreven overheidsmaatregelen niet gehaald. Het concept-verslag is uiteindelijk op 2 juli 2021 aan partijen voor commentaar voorgelegd. Na verbetering van onzorgvuldigheden en toevoeging van een sterk uitgebreide onderbouwing van de standpunten van onderzoekers is een tweede concept van het verslag op 3 december 2021 aan partijen voor commentaar voorgelegd.

4. Uitvoering van het onderzoek

- 4.1. De onderzoekers hebben het onderzoek tezamen uitgevoerd. Zij hebben alle interviews gezamenlijk afgenomen.
- 4.2. Zo goed als alle door de onderzoekers benaderde personen hebben ruimhartig aan het onderzoek meegewerkt. Alle vragen van de onderzoekers zijn door hen afdoende beantwoord.
- 4.3. Een deel van de gesprekken is met individuele geïnterviewden gevoerd, een aantal met twee geïnterviewden gezamenlijk. Van alle gesprekken is door de onderzoekers een geluidsopname gemaakt welke tot ondersteuning heeft gediend bij het uitwerken van de gespreksverslagen. Aan alle geïnterviewde personen is de mogelijkheid geboden om de gespreksverslagen van commentaar te voorzien of om hetgeen tijdens het gesprek aan de orde was gekomen nader toe te lichten of aan te passen. Vrijwel alle geïnterviewde personen hebben van deze mogelijkheid gebruik gemaakt. Bij een aantal van de gesprekken was een raadsman of -vrouw aanwezig. De aanwezige raadslieden hebben tijdens de gesprekken zeer beperkt aanvullingen of verduidelijkingen geleverd op hetgeen besproken is.

5. Bronnen

- 5.1. Wat betreft schriftelijke bronnen hebben onderzoekers geput uit de processtukken inclusief de bijbehorende producties. Daarnaast hebben zij enkele stukken ontvangen van geïnterviewde personen. Waar nodig verwijzen zij hiernaar.

6. Opzet van het verslag

- 6.1. In dit verslag wordt in Hoofdstuk II een korte beschrijving gegeven van de door Catalpa gedreven onderneming, in Hoofdstuk III worden enkele afzonderlijke onderwerpen aangekaart, en in hoofdstuk IV worden de onderzoeksvragen beantwoord. In Hoofdstuk V zijn slotopmerkingen van de onderzoekers opgenomen.

7. Tijdsverloop

- 7.1. Het onderzoek richt zich op het beleid en de gang van zaken bij Estro Groep in de periode 1 januari 2009 tot 9 december 2010. Sindsdien is meer dan tien jaar verstreken. Een aantal van de geïnterviewden heeft de kwaliteit van de eigen herinneringen gerelativeerd door te wijzen op het grote tijdsverloop. Sommige verklaringen zijn gebaseerd op herinneringen zoals die zijn gereconstrueerd aan de hand van oude agenda's, aantekeningen of verklaringen van derden.
- 7.2. Als gevolg van een migratie naar een nieuw computersysteem is een belangrijk deel van interne stukken van Catalpa zoals notulen van bestuursvergaderingen en onderliggende correspondentie verloren gegaan. Door enkele van de geïnterviewden zijn documenten uit de eigen administratie opgevoerd, welke mogelijk niet in het onderzoek van de curator beschikbaar waren. Geen van deze documenten heeft voor de onderzoekers een nieuw licht op de gang van zaken geworpen.
- 7.3. Na de periode waarop het onderzoek zich richt is Estro Groep, in het kort, in financieel zwaar weer gekomen, geherfinancierd en uiteindelijk failliet verklaard. Het risico bestaat dat bepaalde gedragingen of gebeurtenissen, meer dan tien jaar nadat deze zich hebben voorgedaan, worden beoordeeld met de wijsheid van de gebeurtenissen die zich sindsdien hebben voorgedaan. De onderzoekers hebben onderling nadrukkelijk stil gestaan bij dit risico op *hindsight bias* of *outcome bias* en hebben hiervan geprobeerd te abstraheren.

8. Maatschappelijke context

- 8.1. Door de Ondernemingskamer is in de Beschikking stilgestaan bij het feit dat de kinderopvang-branche in hoge mate met publiek geld werd gefinancierd via de kinderopvangtoeslag en dat het faillissement van Estro Groep een aanzienlijke maatschappelijk

impact heeft gehad (r.o. 3.18). In het gesprek met de curator heeft deze de onderzoekers ook op de maatschappelijke context van Catalpa gewezen. De onderzoekers zijn van mening dat de vraag in hoeverre het maatschappelijk karakter een rol speelt bij de gang van zaken bij Catalpa, door de Ondernemingskamer moet worden beantwoord, en gaan in dit verslag hier niet op in.

II. CATALPA

1. Beschrijving Catalpa

- 1.1. Catalpa voerde een onderneming op het gebied van kinderopvang. Het hield zich bezig met (i) dagopvang voor kinderen in kinderdagverblijven voor de jongste kinderen, (ii) voor- en naschoolse opvang, en (iii) gastouderopvang. De dagopvang was in 2009 goed voor circa 73% van de omzet, de buitenschoolse opvang voor 25% en de gastouderopvang voor 1%¹. In 2009 had Catalpa meer dan 5.000 werknemers (ruim 2.700 fte's).
- 1.2. Het verdienmodel van de kinderopvang was (en is) het 'uurtje factuurtje' model: er wordt gedeclareerd op basis van uren of dagdelen. Catalpa sloot per kind een overeenkomst met de ouders, die kinderopvangtoeslag ontvingen. Catalpa had vele duizenden overeenkomsten die elk een geringe omzet genereerden en op korte termijn opzegbaar waren.
- 1.3. **Bestuur**

Benca was enig aandeelhouder en enig bestuurder van Catalpa N.V. Het bestuur van Benca werd tot op de datum van de Closing gevormd door mevrouw Spaninks (sinds 2007, en tot medio 2009 tezamen met Van Nieuwkoop), mevrouw Kloos (sinds oktober 2009), de heer Peters (tussen maart en augustus 2010) en de heer Kooiker (van november 2009 tot februari 2010). De heren Van Nieuwkoop en Kooiker spelen geen rol bij de onderzoeksvragen. Na Closing bestond het bestuur van Benca uit rechtspersonen in de Bencis structuur. Doordat Benca zowel enig aandeelhouder van Catalpa N.V. was als enig bestuurder, heeft het bestuur van Benca zowel de verkopende aandeelhouder als de doelwitvennootschap vertegenwoordigd in de Overname. De onderzoekers hebben geen aanleiding om te veronderstellen dat de bestuurders van Benca in de rol van verkopende aandeelhouder een eigen koers konden varen en gaan er van uit dat het (materiële) verkoopbesluit in wezen is genomen door Bencis. Door de heer Van Gessel² is dit ontkend. Hij heeft de onderzoekers erop gewezen dat het overnamebesluit is genomen door het bestuur van Benca, welk besluit is geaccordeerd door de raad van commissarissen van Aplatac B.V. en door 'de aandeelhouders'. Onderzoekers volgen hem hierin niet en worden in hun standpunt gesteund door verklaringen van Spaninks³, Peters en de advocaten van A&O⁴. Benca noch de bestuursleden van Benca hebben een eigen advocaat gehad in het verkooptraject.

¹ Verzoekschrift prod. 4, onder 2.2.1.

² Oprichter en managing partner van Bencis, en tot Closing als lid van de raad van commissarissen van Aplatac B.V. indirect toezichthouder op Catalpa N.V.

³ Gespreksverslag Spaninks vraag 4, gespreksverslag Peters vraag 1.

⁴ Gespreksverslag Kodde/De Ru, vraag 2 en gespreksverslag Keizer vragen 1 en 2

1.4. Spaninks en Kloos hebben zich met alle aspecten van het bestuur bezig gehouden. Dit was anders voor Peters. Peters was eerder CEO van Catalpa geweest en is, naar eigen zeggen, op verzoek van Bencis in het Bestuur teruggekeerd om een CEO profiel aan het bestuur toe te voegen, de werkdruk van de andere leden van het Bestuur te verlichten en om zijn ervaring met overnames toe te voegen. Hij verklaarde hierover: *“De verkoop was (...) iets waar de dames geen ervaring mee hadden. Ik trouwens ook niet op deze schaal, maar wel meer dan Spaninks en Kloos.”*⁵ Peters heeft zich in beperkte mate met de operationele of financiële aspecten van het bestuur beziggehouden, maar heeft voornamelijk als begeleider in het verkoopproces opgetreden. Peters heeft, naar zeggen van Spaninks, in algemene zin als rustpunt gefungeerd en is actief betrokken geweest bij het verkoopproces (hij is bij alle besprekingen met potentiële kopers en financiers aanwezig geweest, heeft meegewerkt met de meer algemene onderdelen van het IM, en heeft deelgenomen aan de besluitvorming⁶). Onmiddellijk na 5 juli 2010, de datum waarop de SPA werd getekend, is hij voor ongeveer 1,5 maand naar het buitenland vertrokken en heeft hij weinig⁷ actieve betrokkenheid meer gehad. Wel is hij in die periode door Spaninks en Kloos op de hoogte gehouden. Omdat hij na de Closing zou vertrekken als lid van het Bestuur heeft hij zich, naar eigen zeggen, terughoudend opgesteld ten aanzien van beslissingen over de situatie na de Overname; deze waren voor hem persoonlijk minder relevant.

1.5. Strategie

Hoewel het Bestuur niet bekend was met schriftelijke strategische plannen uit die tijd (2008/zomer 2009), was de strategie in de periode van het aandeelhouderschap van Bencis duidelijk: groei door uitbouw van bestaande activiteiten en door het doen van overnames (de zgn. *buy & build* strategie). Spaninks zegt hierover het volgende: *“Toen ik in 2008 bij Catalpa kwam was er voor zover ik mij kan herinneren geen schriftelijk strategieplan. De strategie was destijds gericht op groei, zowel autonome groei als door middel van overnames. Daarnaast lag een sterke focus op rendementsverbetering. Het Strategieplan 2010-2013 was een voortzetting daarop, het ging verder op buy and build, benchmarking, kwaliteitsverbetering, er was dus geen verschil.”*⁸ In het kader van voorgenomen verkoop door Bencis heeft het Bestuur in december 2009 – februari 2010 een strategieplan vastgesteld: het Strategieplan 2010-2013⁹. Het Bestuur heeft het plan opgesteld zowel om een gegadigde koper te kunnen uitleggen wat de strategie was, maar ook om een goede koper te kunnen selecteren¹⁰.

⁵ Gespreksverslag Peters, vraag 1.

⁶ Gespreksverslag Spaninks, vraag 6.

⁷ Gespreksverslag Peters, vraag 6.

⁸ Gespreksverslag Spaninks vraag 1, Kloos vraag 1.

⁹ Verzoekschrift prod. 5.

¹⁰ Gespreksverslag Spaninks vraag 2.

- 1.6. In het Strategieplan 2010-2013 zijn als strategische doelen opgesomd: (i) groei in Nederland en daarbuiten, (ii) cost leadership/operational excellence, en (iii) duurzaamheid/kwaliteit¹¹. Hoewel het Bestuur later zijn voorkeur voor Providence als koper mede heeft gebaseerd op de ervaring van Providence in de onderwijssector¹², blijkt uit het Strategieplan 2010-2013 niet van de ambitie om de activiteiten van Catalpa te verbreden naar het gebied van onderwijs. De heren Van Gessel en Van Kesteren, destijds lid van de raad van commissarissen van Aplatac B.V., de indirect aandeelhouder van Catalpa N.V., hebben verklaard als commissaris nooit te hebben gekeken naar de vraag wat educatie zou kunnen betekenen voor Catalpa.¹³
- 1.7. Het landschap van de kinderopvang was in die jaren geschikt voor de implementatie van de *buy & build* strategie. De markt was zeer versnipperd en er waren veel kleine kinderdagverblijven die al een aantal jaren actief waren en waarvan de eigenaren er langzamerhand mee wilden ophouden¹⁴.
- 1.8. Groei was naar zeggen van het Bestuur belangrijk omdat dit een efficiëntievoordeel opleverde¹⁵, maar ook om als een belangrijke speler in het veld invloed te kunnen hebben op het politieke proces rondom de kinderopvang en om in kwaliteit te investeren.¹⁶
- 1.9. Ten aanzien van het te behalen efficiëntievoordeel heeft het CMO in zijn Advies¹⁷ van 1 juli 2010 een kanttekening geplaatst. Het heeft zijn positief advies gekoppeld aan de voorwaarde dat het Bestuur zich kon vinden in een aantal door het CMO geformuleerde punten, waaronder de mening dat *“de rek uit de efficiencyslag is en dat er niet verder op inverdiend kan worden. Groeiscenario’s op basis van een verdere verhoging van efficiency is nauwelijks mogelijk.”*¹⁸ Spaninks heeft hierover verklaard dat efficiëntieverbetering wel bereikt kon worden bij overgenomen ondernemingen¹⁹. Mevrouw M. Muskens, vanaf maart 2010 hoofd HR van Catalpa, heeft verklaard dat bij continuering van het decentrale model het juist was dat verdere bezuiniging niet mogelijk was²⁰.

¹¹ Zie blz 5 strategieplan

¹² Verzoekschrift prod. 53 Bestuursmemorandum 2.3.(c): Providence's experience in the educational sector is an important factor which has, on our view, a clear added value for the Catalpa Group. Providence could contribute to the reinforcement of the Catalpa Group's social commitment by aiming for a connection with Dutch educational institutions, which would enable the Catalpa Group to expand its current services to adjoining services.

¹³ Gespreksverslag Van Gessel en Van Kesteren vraag 7.

¹⁴ Gespreksverslag Spaninks vraag 3, Kloos vraag 1.

¹⁵ Gespreksverslag Spaninks vraag 3.

¹⁶ Strategieplan blz 3, verslag Kloos, vraag 1 en Spaninks vraag 3.

¹⁷ Verzoekschrift prod. 21, pag 9.

¹⁸ CMO Advies I van 1 juli 2010 (prod. 21 bij Verzoekschrift), p. 3.

¹⁹ Gespreksverslag Spaninks vraag 13, zie ook Muskens vraag 5.

²⁰ Gespreksverslag Muskens vraag 5.

Providence daarentegen ging wel uit van efficiency-verbetering bij bestaande vestigingen.²¹

- 1.10. Feitelijk was onder Bencis de mogelijkheid van internationale groei onder ogen gezien. Zo hadden zowel Spaninks als Peters (die laatste, naar eigen zeggen, op specifiek verzoek van Bencis²², en dus niet als CEO van Catalpa) in 2009 onderzoek gedaan naar mogelijke overnamekandidaten in Duitsland en Engeland.²³ Hoewel in het Strategieplan 2010-2013 groei in Nederland 'en daarbuiten' wordt genoemd als strategisch doel, bevat het document geen tekst over internationale groei. Spaninks heeft hierover als volgt verklaard: *"We hebben de buitenland-ambitie nauwelijks genoemd in het Strategieplan 2010-2013 omdat er geen concrete plannen waren. En we realiseerden ons dat de stap naar het buitenland een hele grote was, het aansturen van buitenlandse dochters is wat anders dan Nederlandse dochters. Bencis had hierin ook geen ervaring. Maar toen we eenmaal in het exit traject beland waren en er een keuze gemaakt moest worden tussen de uiteindelijke bieders, speelde het buitenland wel een rol. Alle gegadigden waren buitenlandse partijen die internationale ervaring hadden."*²⁴ Voor zover het Bestuur de voorkeur voor Providence als nieuwe aandeelhouder mede onderbouwde met de internationale ervaring van Providence, vindt deze onderbouwing geen aansluiting bij het Strategieplan 2010-2013.
- 1.11. In het kader van de *buy & build* strategie was, zoals hiervoor aangegeven, het doen van overnames van groot belang omdat vooral bij overgenomen partijen efficiencyvoordelen behaald konden worden²⁵. De beschikbaarheid van de bij de Overname verstrekte Capex faciliteit van € 40 miljoen maakte dat het Bestuur slagvaardig de overnamemarkt kon betreden, ook ten aanzien van die overnames die vanwege de grotere omvang niet uit eigen middelen gefinancierd konden worden. Het had het Bestuur in voorgaande jaren veel moeite gekost om voor dergelijke overnames bankfinanciering te krijgen²⁶. Spaninks verklaarde hierover: *"Onze bankier in die tijd Van Lanschot wilde sowieso niets, we waren te groot voor die bank geworden. We hebben in die tijd twee grote overnames gedaan (B4kids in 2008 en Combiwel in 2009) die we niet konden betalen uit eigen middelen. We hebben erg veel moeite moeten doen om – via andere banken - die overnames gefinancierd te krijgen."*²⁷

²¹ Verweerschrift prod. 12, blz 3.

²² Gespreksverslag Peters, vraag 1 laatste alinea.

²³ Verslag Spaninks vraag 4 en Peters vraag 1.

²⁴ Gespreksverslag Spaninks vraag 4

²⁵ Zie hiervoor onder I.1.9.

²⁶ Zie hierna onder IV.6.6.

²⁷ Gespreksverslag Spaninks vraag 4.

- 1.12. Opgemerkt wordt dat blijkt het in september 2010 opgestelde Bestuursmemorandum, onderdeel 4.6, het Bestuur voor financiering van acquisities geen zekerheid had dat het terug zou kunnen vallen op Providence. Het Bestuur leek op dat moment de strategie in zoverre bij te stellen dat het zich zou richten op kleinere overnames waartoe de Capex-faciliteit beschikbaar en toereikend zou zijn: *“Under the shareholders’ agreement in relation to the Company, entered into between Management and Providence, the latter does not have a contractual obligation to provide additional equity in order to enable the Catalpa Group to realise its strategy. This is unfortunate but we understand that such an upfront commitment would be unusual to obtain from a private equity investor. However, the aforementioned capex/acquisition facility is available for additional acquisitions and we strongly believe that the level of this facility is sufficient to realise our strategy. All acquisitions in the recent years concerned smaller childcare service companies (...) although there have been some larger ones (...). We will continue to focus our strategy on such smaller acquisitions”*. In onderdeel 7.4 van het Bestuursmemorandum vermoedt het Bestuur dat *“The increasing liquidity position of the Company, in combination with the available capex/acquisition facility (...), will enable the Catalpa Group to achieve its strategy as set out in the Business Plan.”* De leden van de RvC die afkomstig waren van Providence hebben verklaard dat zij geen overwegingen hebben geschonken aan hetgeen in het Bestuursmemorandum over de focus op kleinere acquisities is opgenomen omdat deze focus in lijn was met hun verwachtingen.

Catalpa cijfers

- 1.13. Het Bestuur heeft samen met Bencis en met de adviseurs van Benca: Rothschild en ING Corporate Finance, het Information Memorandum van mei 2010 opgesteld. Hierin zijn onder meer de historische kerncijfers van de periode 2007-2009 opgenomen, alsmede een projectie voor de periode 2010 – 2013, de periode waarop het Strategieplan van het Bestuur zag.

De omzet van Catalpa bedroeg over de periode 2007-2009 volgens het Information Memorandum achtereenvolgens € 112.4, € 142.5 en € 191.5 miljoen. De EBITDA groeide in diezelfde periode van € 16.3 naar € 30.9 en vervolgens naar € 46 miljoen.

²⁸

Het Information Memorandum noemt als te verwachten omzet voor de periode 2010 – 2013 achtereenvolgens € 215.8, € 233.1, € 250 en € 266,9 miljoen. De EBITDA voor diezelfde periode is € 50,3, € 56,5, € 62 en € 67.1 miljoen.²⁹ Deze cijfers corresponderen met de door het Bestuur opgestelde Management Case.

²⁸ Verzoekschrift prod. 4, IM, pag 53

²⁹ Verzoekschrift prod. 4, IM, pag 57

- 1.14. In de door Providence opgestelde Banking Case werd met minder groei rekening gehouden. De verwachte EBITDA voor de periode 2010 – 2013 is in die berekening achtereenvolgens € 50,4, € 51,4, € 53,5 en € 55,6 miljoen.³⁰ Providence heeft voorts een inschatting gemaakt van de ontwikkeling van de EBITDA in de periode 2014-2016. Deze inschatting ging uit van voortgaande groei, te weten van € 57,7, € 59,1 en € 60,4 miljoen.
- 1.15. De externe financiering van Aplatac/Benca/Catalpa bedroeg in de jaren 2007-2009 respectievelijk € 59,3, € 75,8 en € 57,5 miljoen. Blijkens de finale funds flow loste Catalpa op de Closing aan *bank debt* af een bedrag van bijna € 30 miljoen³¹. Voor de bankschuld was zekerheid gesteld in de vorm van een hypotheek op vastgoed in Sassenheim en Diemen, en een pandrecht op zo goed als alle activa van Catalpa. Het rentepercentage varieerde van 3,4% -7%³².
- 1.16. Na de Fusie bedroeg het langlopend vreemd vermogen van Catalpa in totaal circa € 460 miljoen, te weten een bedrag aan bankschuld uit hoofde van de Term Loans van € 230 miljoen, een schuld uit hoofde van de RCF van ruim € 5 miljoen en een schuld uit hoofde van de Providence Lening van € 225 miljoen³³. Aan de banken was zekerheid gesteld in de vorm van hypotheekrecht op vastgoed in Hengelo, Sassenheim en Diemen³⁴, een pandrecht op de rechten uit hoofde van de bankrekeningen van Catalpa N.V. en zes van haar dochtervennootschappen³⁵, en een pandrecht op de aandelen van tien dochtervennootschappen van Catalpa N.V.³⁶ Het rentepercentage op de leningen onder de SFA was 4,25 - 5%, vermeerderd met Euribor³⁷. De rente op de Providence Lening van 15% per jaar werd, met gebruikmaking van een bepaling in de overeenkomst van geldlening, niet jaarlijks voldaan maar – rentedragend – toegevoegd aan de hoofdsom³⁸. De looptijd van de faciliteiten onder de SFA was zes respectievelijk zeven jaar³⁹. De looptijd van de Providence Lening was ruim negen jaar.
- 1.17. De Overname en Fusie van Catalpa hadden, in grote lijnen, tot gevolg dat het vreemd vermogen van Catalpa N.V. groeide van een bedrag in de bandbreedte € 30 miljoen

³⁰ Verzoekschrift prod. 11, laatste pagina.

³¹ Verzoekschrift prod. 14 blz 1.

³² Verzoekschrift prod. 7 blz 71.

³³ Verzoekschrift prod. 14 blz 4 finale funds flow (Bidco en Catalpa N.V. in samenhang bekeken)

³⁴ Verzoekschrift prod. 45.

³⁵ Verzoekschrift prod. 44, te weten Octopus B.V., Kinderopvang Compagnie B.V., Kidswel B.V., Catalpa Kinderopvang B.V., Unieke Kinderopvang B.V. en B4Kids B.V.

³⁶ Verzoekschrift prod. 43, te weten Astrid Lindgren Kinderopvang B.V., B4Kids B.V., Catalpa Kinderopvang B.V., Catalpa Nanny Gastouderbureau B.V., Elan Kinderopvang Beheer B.V., Kidswel B.V., Kinderdagverblijf de Muziekantjes B.V., Kinderopvang Koetjeboe B.V., Octopus B.V. en Unieke Kinderopvang B.V.

³⁷ Verzoekschrift prod. 19, Art. 14.1 SFA.

³⁸ Verzoekschrift prod. 15 artikel 5.2.

³⁹ Verzoekschrift prod. 19, SFA, zie definitie Termination Date.

tot € 75 miljoen⁴⁰, naar € 460 miljoen. Het verschil kwam, kort gezegd, voornamelijk ten goede aan Bencis door middel van de betaling door Bidco van de koopprijs van in totaal circa € 493 miljoen aan Benca (en aan Peters van circa € 7,5 miljoen). Dit bedrag werd voor € 66 miljoen gedragen door Providence (vanwege de storting door Providence van dat bedrag op het eigen vermogen van Bidco) en voor het restant (€ 434 miljoen) door Catalpa.

Verkooptraject Catalpa

- 1.18. Naar zeggen van Spaninks had Bencis, voordat de beslissing tot verkoop van Catalpa werd genomen, Catalpa gedeeltelijk te gelde willen maken door middel van een dividenduitkering. Zij verklaarde hierover: *“Als ik mij goed herinner wilde Bencis al ergens eind 2008, begin 2009 rendement halen op Catalpa door middel van een dividenduitkering. Een dergelijke uitkering bleek niet te financieren door Catalpa. Banken waren in die periode niet bereid om Catalpa te (her)financieren ten behoeve van de dividenduitkering aan Bencis. Verkoop was daarom voor Bencis de meest interessante mogelijkheid om rendement te behalen.”* Eind 2009 werd nog uitgegaan van verkoop van een minderheidsbelang in Catalpa. De engagement letter van PwC van 7 oktober 2009 gaat hiervan uit.⁴¹ Eind 2009 heeft Bencis besloten om haar gehele belang in Catalpa te verkopen.
- 1.19. Het Bestuur heeft zijn medewerking aan het verkoopproces verleend. Het kreeg zodoende ook de mogelijkheid om invloed op het proces en de uitkomst daarvan uit te oefenen. Het Bestuur heeft met Bencis en de adviseurs van Benca (Rothschild, ING, Bain) onder meer het Information Memorandum opgesteld, de Management Case (welke samenhang met het door het Bestuur opgestelde Strategieplan 2010 – 2013).
- 1.20. Uit de hiervoor vermelde documenten bleek van een positieve toekomstvisie waarbij Catalpa haar grote winstgevendheid en hoge kasstroom van de voorgaande jaren (2007-2009) zou voortzetten (in de periode 2010 – 2013)⁴². Op basis hiervan heeft het Bestuur met Rothschild en ING het Stapled Finance voorstel opgesteld bevattende, volgens Spaninks, een voorstel voor het financieren van de koopprijs uitgaande van € 230 miljoen senior debt, € 40 miljoen Capex-faciliteit en € 10 miljoen RCF. Spaninks heeft hierover verklaard: *“Financiële en juridische ondersteuning was beschikbaar vanuit/via de verkoper, Bencis, daaraan hadden we in die fase genoeg. Het doel van deze fase was om te komen tot een term sheet dat door de uiteindelijke koper nader zou kunnen worden uitgewerkt en ingevuld. Er werd in die fase daarom met name over*

⁴⁰ Volgens verklaring van Van Gessel ten tijde van de Overname € 40 miljoen vermeerderd met werkkapitaal.

⁴¹ Verzoekschrift prod. 6 pagina 48.

⁴² Mede aan de hand van de omvang en stabiliteit van de toekomstige kasstroom kan beoordeeld worden welk bedrag aan vreemd vermogen een vennootschap redelijkerwijs kan accepteren.

*de uitgangspunten gesproken (bedragen, rentepercentages et cetera) ten aanzien van de financiering, maar er werd nog niet onderhandeld over de kleine lettertjes tbv een SFA. Ik heb overigens in die fase zelf wel op de financiële vormgeving bijgestuurd. Zo heb ik ervoor gezorgd dat ING en Rothschild in het Stapled Finance voorstel uiteindelijk zijn uitgegaan van een lagere leverage ratio dan zij aanvankelijk voornemens waren mee de markt op te gaan. Ik heb daar toen dus op de rem gestaan.”⁴³ Mede op basis van de hiervoor vermelde documenten zijn door gegadigden biedingen uitgebracht, waarvan de laatste vijf uitgingen van een ‘enterprise value’ van Catalpa van tussen € 420 - € 510 miljoen, neerkomend op een ‘multiple’ van Catalpa’s 2009 EV/EBITDA van 8.9 – 10.9. Eén van de vijf bidders gaf aan de koopprijs voor 100% met eigen vermogen te financieren, twee bidders (waaronder Providence) gingen uit van € 230 miljoen senior debt, €40 miljoen Capex-faciliteit en € 10 miljoen RCF⁴⁴. Het Stapled Finance voorstel is niet meer beschikbaar. De onderzoekers hebben uitsluitend een concept daarvan van 10 mei 2010 ontvangen, welke als Bijlage V. aan dit verslag is toegevoegd. Aan het concept kan volgens de onderzoekers weinig ontleend worden. Het concept beschrijft twee mogelijke financierings-scenario’s waarvan de bedragen en onderverdeling tussen de verschillende faciliteiten enigszins afwijken van die welke door Providence (en een van de andere bidders) in het bod op Catalpa tot uitgangspunt is genomen. Het concept maakt al wel gewag van een mogelijke *debt push down* van de bankfinanciering (pagina 2, onder Purpose sub (iv)).*

- 1.21. Het Bestuur kreeg van Bencis ruimte om invloed uit te oefenen bij de uiteindelijke selectie van de koper. De voorkeur van het Bestuur ging uit naar Providence zoals later in dit verslag beschreven. Bencis heeft het Bestuur daarin gevolgd.

2. CMO

- 2.1. Als gevolg van de verschillende overnames die Catalpa in de loop der jaren had gedaan bestonden er in de Catalpa groep in 2009 in totaal veertien ondernemingsraden die periodiek, op informele basis, met elkaar overlegden.
- 2.2. Met het oog op de naderende verkoop heeft mr. A. Keizer, een advocaat arbeidsrecht van A&O die naar eigen zeggen (zie hierna onder in Hoofdstuk III onder 5.2) onderdeel was van het A&O I team (het A&O-team dat Bencis bijstond bij de verkoop van Catalpa), het Bestuur geadviseerd om het informele medezeggenschapsorgaan te formaliseren. Keizer heeft het Bestuur hiertoe op 30 maart 2010 een eerste concept van een overeenkomst (het medezeggenschapsconvenant) gezonden. Omstreeks diezelfde datum heeft het Bestuur de leden van het medezeggenschapsorgaan op de hoogte

⁴³ Gespreksverslag Spaninks vraag 6.

⁴⁴ Verweerschrift prod. 12

gesteld van de voorgenomen verkoop en opgeroepen voor een op 12 april 2010 te houden overlegvergadering. Tijdens die vergadering is het medezeggenschapsconvenant door de leden van het CMO ondertekend.

- 2.3. Het CMO had een CMO-bestuur bestaande uit de dames J. Hildebrand en J. Ellenbroek. Binnen het CMO bestonden ook diverse commissies, waaronder de financiële commissie. De heer J. Immink maakte deel uit van die financiële commissie.
- 2.4. Spaninks heeft het CMO-bestuur geadviseerd om, met het oog op het overnametraject, een eigen financieel adviseur in te schakelen. Zij heeft voorgesteld dat het CMO prof. Gortemaker, een hoogleraar accountancy, in de arm zou nemen. Spaninks heeft eerst zelf, in maart 2010, kennis gemaakt met Gortemaker en heeft hem aangezocht om het CMO te begeleiden. Het CMO-bestuur heeft vervolgens kennis met Gortemaker gemaakt en heeft ermee ingestemd om hem in de arm te nemen. Geen van de leden van het CMO had enige ervaring met een overnametraject zoals dat van Catalpa.⁴⁵
- 2.5. De opdracht aan Gortemaker is niet schriftelijk vastgelegd. Naar zijn zeggen had hij de opdracht om het CMO te begeleiden bij het traject van de adviesaanvragen. Hij heeft daartoe vanuit zijn financiële achtergrond de ontvangen stukken begrijpelijk gemaakt, vertaald, en het CMO vanuit zijn bestuurlijke ervaring geholpen bij het formuleren van vragen.⁴⁶ Hij heeft verklaard dat hij geen inzage heeft gehad in de SFA, de aandeelhouderslening of de SPA⁴⁷ en geen structuurplaatjes van de overnamestructuur heeft gezien. Dat had wat hem betreft ook niet gepast, hij was niet gevraagd om over de structuur te adviseren en zou die rol ook niet hebben geaccepteerd, daarvoor had zijns inziens een *corporate finance*- of soortgelijke adviseur ingeschakeld moeten worden.⁴⁸ Gortemaker heeft zijn declaraties uitgebracht aan het Bestuur. Hij heeft voor in totaal 31 uur (waarvan circa 4 uur reistijd) gedeclareerd.⁴⁹ Het Bestuur heeft de declaraties van Gortemaker ontvangen en voldaan. Het CMO-bestuur heeft verklaard de declaraties niet te hebben gezien.⁵⁰
- 2.6. Behalve door Gortemaker is het CMO geadviseerd door de heer D. van der Velde. Van der Velde heeft het CMO onder meer op 15 juni 2010 in een korte presentatie gegeven

⁴⁵ Gespreksverslag Ellenbroek vraag 5.

⁴⁶ Gespreksverslag Gortemaker vraag 2.

⁴⁷ Zie in dit verband Bijlage IV bij dit rapport, brief van het CMO aan Kloos van 16 juni 2010. Hierin verklaart het CMO zich akkoord met, 'indien gewenst', toezending van het overnamecontract alleen aan de financieel adviseur van het CMO, Gortemaker (en niet ook aan het CMO bestuur). Of de SPA aan Gortemaker is toegestuurd is niet komen vast te staan.

⁴⁸ Gespreksverslag Gortemaker vraag 5.

⁴⁹ Gespreksverslag Gortemaker vraag 3.

⁵⁰ Gespreksverslag Hildebrand vraag 5.

over 'de rol van de Ondernemingsraad bij bedrijfssovername' en enkele aspecten daar-
bij toegelicht, waaronder het traject van de verkoop, de rol van de ondernemingsraad,
artikel 25 WOR en de aandachtspunten voor de ondernemingsraad⁵¹. Het CMO-be-
stuur kende de heer Van der Velde als trainer en adviseur bij medezeggenschaps-
vraagstukken.

2.7. Het CMO bestuur had geen eigen juridisch adviseur.

⁵¹ Bijlage IV, concept notulen CMO vergadering 15 juni 2010, onderdeel 10.

<p>III. ENIGE OPMERKINGEN VOORAFGAANDE AAN DE BEANTWOORDING VAN DE ONDERZOEKSVRAGEN</p>	<p>1. Beschikking</p>	<p>1.1. De Ondernemingskamer heeft in de Beschikking overwogen dat er gegronde redenen zijn om te twijfelen aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van Estro Groep vanwege, kort gezegd, (a) de informatievoorziening aan het CMO in het kader van de twee adviesaanvragen, (b) het besluitvormingsproces van het Bestuur rond de Overname en de Fusie, (c) de belangen van het Bestuur bij het slagen van de Overname, en (d) het toezicht van de raad van commissarissen op het Bestuur.</p> <p>1.2. Voordat hierna op elk van deze vragen wordt ingegaan staan de onderzoekers stil bij enige onderwerpen die een algemenere strekking hebben nu zij betrekking hebben op meer dan één onderzoeksvraag.</p>
<p>2. LBO, en PCM</p>	<p>LBO algemeen</p>	<p>2.1. Een <i>leveraged buy-out</i> (LBO) is een wijze van overnamefinanciering welke wordt gehanteerd door <i>private equity</i> partijen, maar niet uitsluitend aan hen is voorbehouden. Bij een LBO wordt, kort gezegd, de overnamesom gefinancierd met vreemd vermogen dat – althans voor een aanzienlijk gedeelte – ten laste wordt gebracht van de doelwitvennootschap en waarvoor de doelwitvennootschap zekerheid stelt. De doelwitvennootschap dient, kort gezegd, dat deel van de overnamesom dat te haren laste is gebracht, zelf uit haar operationele winst terug te verdienen. Vooral vennootschappen met een omvangrijke en stabiele kasstroom komen in aanmerking voor financiering met veel vreemd vermogen. Als gevolg van de verhoging van het vreemd vermogen neemt het insolventierisico van een doelwitvennootschap bij een LBO aanzienlijk toe en maken haar kwetsbaar bij tegenvallende operationele resultaten. Het onderscheid met een 'normale' overnametransactie is onder meer gelegen in de wijze van financiering van de koop prijs.</p>
<p>2.2.</p>	<p>Het is aan het bestuur van de doelwitvennootschap om zich een beeld te vormen van de omvang en stabiliteit van de te verwachten kasstroom en van de risico's die daarbij een rol spelen. Hierbij zijn onder meer van belang de verwachtingen ten aanzien van de ontwikkeling van de markt, de regulatorische omgeving, de situatie op de arbeidsmarkt en dergelijke. Aan de hand van deze analyse kan het bestuur bepalen welk bedrag aan vreemd vermogen de doelwitvennootschap redelijkerwijs kan accepteren.</p>	

2.3. De voordelen voor een doelwitvennootschap van een LBO kunnen zijn dat zij een bereikte toegang krijgt tot nieuw kapitaal, kan profiteren van de deskundigheid van de nieuwe aandeelhouder en synergievoordelen kan bereiken met andere vennootschappen waarin de nieuwe aandeelhouder deelneemt.

Private equity

2.4. Het komt naar de ervaring van onderzoekers voor dat *private equity* partijen groot belang hechten aan het bestuur van de doelwitvennootschap. Zij willen dat het bestuur na de overname aanblijft en daarmee een goede werkrelatie opbouwen. De kwaliteit van het bestuur beïnvloedt in dat geval mede de waarde van de doelwitvennootschap. Een dergelijke *private equity* koper verwacht veelal dat het bestuur participeert in de doelwitvennootschap (in hoofdlijn) overeenkomstig de structuur van de investering van koper zelf, om zodoende beider financiële belangen op één lijn te brengen. De individuele leden van het bestuur kunnen dus een belangrijke rol spelen voor zowel verkoper als koper en hebben in zoverre enige 'leverage'. Elk van de vijf laatst overgebleven bidders op Catalpa ging uit van voortzetting van de relatie met Spaninks en Kloos, sommigen noemen ook Peters.⁵²

Afwegingen, PCM

2.5. In het kader van de door het Bestuur te maken afwegingen in verband met de LBO is het Bestuur gezien op de beschikking van de Ondernemingskamer in PCM van 27 mei 2010. Zoals ook aangehaald in de Beschikking is het Bestuur over de betekenis van de PCM beschikking geïnformeerd door A&O (zie Beschikking 2.16). Ook eerder, op 14 juli 2010, heeft A&O (Jochem Kin, tax counsel) Spaninks met een verwijzing naar de PCM beschikking erop gewezen dat de "push down" van schuld naar het niveau van Catalpa niet zodanig mag zijn dat dit in de weg staat aan de continuïteit en de normale bedrijfsvoering van de door Catalpa gevoerde onderneming en dat dit ter beoordeling/analyse van management is'.⁵³ Ook Providence was ermee bekend, in de email van Tabet aan Peters verwijst Tabet naar de PCM zaak⁵⁴.

2.6. De Ondernemingskamer heeft in de PCM-beschikking onder r.o. 3.2 onder meer het volgende overwogen: "Zoals ook de onderzoekers hebben uiteengezet, gaat het effectief van een LBO steeds gepaard met een aanzienlijke financiële belasting van de (doelwit)vennootschap. Het is met name door dit kenmerk dat de LBO de bijzondere aandacht vereist van degenen die gehouden zijn acht te slaan op de belangen van de betrokken vennootschap en die deelnemen aan de besluitvorming die leidt tot het

⁵² Verweerschrift prod. 12.

⁵³ Email, prod. 24 Verweerschrift.

⁵⁴ Verweerschrift randnummer 2.7.16.

betreken van de vennootschap in een LBO-transactie. Zij zullen het, met het oog op die vennootschappelijke belangen, dan ook tot hun taak moeten rekenen de door de betrokken vennootschap beoogde en redelijkwijfs te behalen, aan een LBO verbon- den voordelen af te wegen tegen de nadelen, waaronder die van financiële aard. Zij dienen zich bovendien ervan te vergewissen dat de doelstellingen ter bevordering waarvan de vennootschap haar medewerking aan de LBO verleent, voldoende ge- waarborgd zijn. Voor het onderhavige geval brengt dit een en ander mee dat niet alleen de (transactie)voorwaarden waaronder PCM in de LBO participeert, maar ook de (ove- rige) omstandigheden waaronder de LBO wordt geëffectueerd in ogenschouw dienen te worden genomen.”

2.7. De onderzoekers hebben zich de vraag gesteld of het startpunt voor het Bestuur niet in enkele opzichten wezenlijk anders was dan die van het bestuur in de PCM casus. Zo had Catalpa, anders dan PCM, al jaren ervaring met *private equity*. Immers, in 2001 trad Waterland (via Waterland Private Equity Fund) toe als aandeelhouder van Catalpa en werd in 2006 Bencis Capital Partners aandeelhouder. Catalpa heeft zich in deze periode uiteindelijk ontwikkeld tot een zeer winstgevende onderneming die marktleider was. In zoverre begaf Catalpa zich dus niet op onbekend terrein.

Een ander verschil is dat het initiatief tot verkoop door Bencis werd genomen op grond van haar eigen overwegingen en niet, zoals bij PCM, werd ingegeven door een door het bestuur van de doelwitvennootschap geformuleerde doelstelling⁵⁵. Met andere woorden: verkoop van Catalpa was een gegeven voor het Bestuur, de verkoop werd niet ingegeven door door het Bestuur geformuleerde ‘doelstellingen ter bevordering waarvan de vennootschap haar medewerking aan de LBO verleende’ (zie in het zoiust weergegeven citaat van r.o. 3.2). Het Bestuur had geen besluit te nemen over de vraag of Catalpa verkocht diende te worden maar had zich, zo menen de onderzoekers, te beperken tot de beoordeling of de persoon van de koper en de voorwaarden van de verkoop en financiering verenigbaar waren met het vennootschappelijk belang.

Tenslotte ging het Catalpa in de periode voorafgaand aan de Overname in financiële zin zeer voor de wind. Van Gessel heeft hierover gezegd: “Ik heb toen ook nog Spa- niks gesproken die mij zei dat zij met Rothschild, met ING maar ook zelf alle analy- ses hadden gemaakt, en dat zij op basis van de verwachtingen op dat moment het model niet ‘kapotgerokend’ (aldus Spaniks) konden krijgen. Er was zoveel cash flow, in een stabiele omgeving, dat Catalpa elke redelijkwijfs te verwachten storm zou moeten kunnen doorstaan.”⁵⁶

⁵⁵ Weliswaar beschouwde het Bestuur het als een voordeel dat als gevolg van de LBO Catalpa over een Capex- faciliteit van € 40 miljoen zou beschikken en zodoende niet voor elke overname in de branche met de banken hoefde te onderhandelen over de financiering van de overnamesom, maar bepalend was dit niet.

⁵⁶ Gespreksverslag Van Gessel, vraag 9, tweede alinea.

- 2.8. Ten aanzien van de afweging van 'de door de betrokken vennootschap beoogde en redelijkwijfs te behalen, aan een LBO verbonden voordelen (...) tegen de nadelen, waaronder die van *financiële aard*' het volgende. De onderzoekers menen dat wanneer de afweging van een bestuur van een doelwitvennootschap om al dan niet medewerking aan een LBO te verlenen gebaseerd zou zijn op de enkele afweging tussen enerzijds de voordelen zoals die welke hiervoor onder 2.3 zijn beschreven en anderzijds de aanzienlijke toename van het vreemd vermogen, het bestuur in de regel niet tot het verlenen van medewerking kan besluiten. Anders gezegd, synergievoordelen (zoals bij Catalpa op het gebied van onderwifs) en toegang tot nieuw kapitaal (bij Catalpa voor een bedrag van € 40 miljoen) zullen, zo nemen de onderzoekers aan, in de regel niet kunnen opwegen tegen een grote toename van het vreemd vermogen (bij Catalpa - als gevolg van de Fusie - met een bedrag van ten minste € 400 miljoen).
- 2.9. Wanneer echter de belangenaftweging aldus begrepen mag worden, dat door een bestuur van een doelwitvennootschap bij de afweging van de voor- en nadelen van de LBO rekening mag worden gehouden met alle omstandigheden, en het bestuur met in aanmerking neming van die omstandigheden in redelijkheid kan concluderen dat de voorgestelde toename van het vreemd vermogen de continuïteit van de doelwitvennootschap niet bedreigt, dus niet resulteert in een toename van het insolventierisico van de doelwitvennootschap boven een te verantwoorden niveau, en waarbij de mogelijkheid tot implementatie van de uitgezette strategie van de doelwitvennootschap als gevolg van de LBO niet negatief of zelfs positief wordt beïnvloed, dan ontstaat er (volgens onderzoekers) wel ruimte voor een bestuur om medewerking aan een LBO te verlenen.
- 2.10. Tegenwoordig geldt dat het bestuur van een B.V. slechts medewerking aan een aan-deelhoudersbesluit tot dividenduitkering mag weigeren als, kort gezegd, redelijkwijfs voorzienbaar is dat de B.V. na het doen van de dividenduitkering niet kan voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden⁵⁷. De onderzoekers zijn ervan uitgegaan dat de norm voor het bestuur van een doelwitvennootschap bij een LBO een andere is en dat het bestuur in ieder geval moet weigeren om aan een LBO mee te werken wanneer redelijkwijfs voorzienbaar is dat, zoals juist beschreven onder 2.9, het insolventierisico van de doelwitvennootschap boven een te verantwoorden niveau komt te liggen, of dat de mogelijkheid tot implementatie van de uitgezette strategie van de doelwitvennootschap als gevolg van de LBO negatief wordt beïnvloed. Ook wanneer een LBO naar het oordeel van het bestuur om andere redenen niet in het belang is

⁵⁷ Artikel 2:216 lid 2 BW. Zie Asser *Maaijer Rensen* nr 208 sub e waarin een overzicht van de beoordeling in de literatuur over de vraag of ook het bepaalde in artikel 2:8 BW betrokken mag of moet worden.

van de vennootschap of de met haar verbonden onderneming, zal het medewerking moeten weigeren.⁵⁸

2.11. Zoals ook hiervoor onder 1.8 aangegeven zijn de onderzoekers van mening dat de vraag in hoeverre het maatschappelijk karakter een rol speelt door de Ondernemingskamer moet worden beantwoord, en zij gaan in dit verslag hier niet op in. Hetzelfde geldt voor de vraag naar de betekenis van de door de Ondernemingskamer in de PCM beschikking in r.o. 3.13 overwogen norm voor de *private equity* partij die zich aan-dient als toekomstig aandeelhouder.

3. De Providence Lening; balans versus kasstroom

3.1. In deze zaak speelt (de aard van) de Providence Lening een belangrijke rol. Om die reden staan de onderzoekers uitvoeriger stil bij die lening, eerst bij de kenmerken, dan bij de kwalificatie als eigen dan wel als vreemd vermogen, daarna bij de fiscale aspecten en tenslotte bij de conversie van deze lening in aandelen. Vervolgens gaan zij in op het onderscheid tussen balans en kasstroom bij de beoordeling van de waarde van een onderneming.

Providence Lening (kenmerken)

3.2. De Providence Lening werd op 16 augustus 2010 aangegaan tussen NCC als geldnemer ('*borrower*') en haar enig aandeelhouder, NCC Holdco III B.V., als geldgever ('*lender*'). De hoofdsom bedroeg € 225 miljoen euro, de rente 15% per jaar, en de looptijd ruim negen jaar. Het bedrag van de lening was bedoeld om te worden aangewend voor de financiering door NCC van een deel van de koopsom voor de aandelen in Catalpa, de transactiekosten en de terugbetaling van bestaande schuld van de Catalpa Groep⁵⁹. De schuld uit de Providence Lening was achtergesteld bij de verplichtingen uit hoofde van de Bankfinanciering en was ongesecureerd. De rente op de lening werd, als de lender daartoe besloot, niet periodiek betaald maar toegevoegd aan de hoofdsom van de lening⁶⁰ (waarover dan ook weer 15% rente werd berekend). Providence kon, met inachtneming van een termijn van tien dagen en met inachtneming van de afspraken onder de Bankfinanciering, terugbetaling van (een deel van) de lening (met de daarop verschuldigde rente) eisen. NCC kon op elk moment, met inachtneming van de afspraken onder de Bankfinanciering, (een deel van) de lening (met de daarop

⁵⁸ Het Bestuur heeft verklaard bezwaar te hebben gehad tegen overname door een van de bidders vanwege diens investeringen in de defensie-industrie.

⁵⁹ Verzoekschrift prod. 15, artikel 4

⁶⁰ Zie Verzoekschrift prod 15, artikel 5.2. In beginsel werd de rente jaarlijks betaald, tenzij de Lender een daartoe strekkende notice zou sturen waardoor de rente betaalbaar zou zijn aan het eind van de looptijd van de lening.

verschuldigde rente) vrijwillig terugbetalen. Na ommekomst van de looptijd moest het restant van de schuld, alsmede de toegevoegde rente, ineens worden voldaan.

Providence Lening (eigen vermogen of vreemd vermogen)

3.3. In Bijlage 2 van Adviesaanvraag 1, getiteld Antwoorden van Providence op de vragen van het CMO, heeft Providence onder meer verklaard dat het 'de overnamesom voor meer dan 50% met eigen vermogen financiert'.⁶¹

3.4. In letterlijke zin is deze verklaring bezien vanuit Providence juist. Immers, het bedrag van de Providence Lening van € 225 miljoen en het bedrag van de storting op aandelen van circa € 66 miljoen waren ter beschikking gesteld vanuit de Providence structuur.⁶² Het is echter niet juist vanuit het perspectief van Bidco, de groepsvennootschap die ongeveer een maand later zou worden opgericht en de koper zou worden van Catalpa. In het algemeen geldt dat het antwoord op de vraag naar de kwalificatie van een lening als eigen vermogen of als vreemd vermogen afhankelijk van de voorwaarden van de lening, en vanuit welk gezichtspunt de vraag wordt beantwoord.

Juridisch

3.6. Vanuit het gezichtspunt van het jaarrekeningenrecht (art. 2:375 lid 1 BW) geldt de schuld aan een rechtspersoon die een deelneming houdt in de vennootschap als vreemd vermogen, ongeacht de voorwaarden van die lening. In dit verband is ook de PCM beschikking relevant.

Financieel

3.7. Vanuit een financieel gezichtspunt (het gezichtspunt van *private equity* partijen, banken) bestaat naast eigen vermogen en vreemd vermogen een tussencategorie van instrumenten die in meer of mindere mate de kenmerken dragen van eigen vermogen en daaronder worden geschaard. De Providence Lening had bedoelde kenmerken.

3.8. Robert Schuman van het door het Bestuur ingeschakelde onafhankelijke *corporate finance* adviesbureau Nielsen Schuman heeft in dit verband verklaard:

"Vanuit het perspectief van de banken (en in de financiële wereld) wordt een achtergestelde lening, zoals bij Catalpa, vanwege het achtergestelde karakter, de lange looptijd en de non cash rente als vorm van eigen vermogen gezien. Voor juristen geldt een dergelijke lening als vreemd vermogen. De kwalificering in eigen of vreemd vermogen is irrelevant voor de beoordeling van de covariants van de bankfinanciering. Als in zwaar weer wordt aangestuurd op omzetting van de achtergestelde lening in (juridisch)

⁶¹ Verzoekschrift prod. 20.

⁶² Verzoekschrift prod. 19.

*eigen vermogen, dan heeft dit in financiële zin louter een cosmetisch effect (in tegenstelling tot bijvoorbeeld bijstorting).*⁶³

- 3.9. Door Providence werd de Providence Lening beschouwd als eigen vermogen⁶⁴ en was, vanuit dat gezichtspunt, de verklaring van Providence in bijlage 2 bij Adviesaanvraag 1 aan het CMO, dat het *'de overnamesom voor meer dan 50% met eigen vermogen financiert'*, juist. Op de vraag of deze verklaring voldoende informatief was en het CMO daaruit kon begrijpen dat het bedrag van de Providence Lening in de balans van NCC werd opgenomen als schuld, komen onderzoekers terug bij de behandeling van onderzoeksvraag 1.

Providence Lening (fiscale aspecten)

- 3.10. De rente op de Providence Lening werd niet periodiek betaald door NCC (en na de Fusie: Catalpa) maar werd toegevoegd aan de hoofdsom. Hierdoor had de lening geen negatief effect op de cash flow van NCC/Catalpa als schuldenaar. Doordat men uitging van aftrekbaarheid van die rente had die lening wel een positief effect. Het Nielen Schuman rapport zegt hierover:

*"The Banking Case assumes a shareholder loan of EUR 145 million [als rentedragend deel van de hoofdsom van € 225 miljoen, want daar ging Nielen Schuman van uit, onderzoekers] at opening. The impact on the cash flow in the Banking Case of the assumed deductability is considerable, growing from EUR 6.0 million in 2011 to EUR 13.8 million in 2017. Total impact on Catalpa's cash position in 2017 is projected to amount to EUR 68.8 million".*⁶⁵

- 3.11. Die bedragen kunnen uiteraard nog aanzienlijk hoger zijn indien men uitgaat van een rentedragende lening van € 225 miljoen, zoals Catalpa zélf deed (ruim 1,5 keer de zojuist genoemde bedragen). Mét die aftrekbaarheid (gebaseerd op € 145 miljoen rentedragende lening, en niet op € 225 miljoen zoals Catalpa deed) zou er tot over 2012 nauwelijks sprake zijn van belastbare winst en daarna (tot over 2017) van verlies. Maar zónder die aftrekbaarheid zou de belastbare winst oplopen van € 12,3 miljoen over 2010 (ruim vier maanden), en € 23,4 miljoen over 2011 tot € 43,1 miljoen over 2017.⁶⁶ Het voordeel van fiscale aftrekbaarheid – zeg 25% van die winst – was dus aanzienlijk.
- 3.12. Robert Schuman heeft hierover verklaard:

⁶³ Gespreksverslag R. Schuman, vraag 10, 2^e alinea

⁶⁴ Zo was in de SFA overeengekomen dat 'shareholders loans' geen deel uitmaakten van Catalpa's vreemd vermogen, in die SFA gedefinieerd als "Consolidated Total Net Debt", zie in de definitie van die term (gedefinieerd in art. 26.1) sub a.

⁶⁵ September rapport Nielen Schuman, prod. 51 bij Verzoekschrift, p. 33.

⁶⁶ Cijfers ontleend aan september rapport Nielen Schuman, prod. 51 bij Verzoekschrift, p. 33

"Financiering middels een aandeelhouderslening is vooral van belang in verband met de fiscaliteit. In het geval de lening zodanig wordt vormgegeven dat de rente niet in cash wordt voldaan maar wordt toegevoegd aan de hoofdsom en tegelijkertijd wel bij de target aftrekbaar is voor de vennootschapsbelasting, ontstaat er een positief effect op de kasstroom. Dit kasstroomvoordeel is relevant voor de beoordeling van het vermogen van de target om aan de verplichtingen uit hoofde van de bankfinanciering te kunnen voldoen. Het was voor NS belangrijk om dit kasstroom-effect in de beoordeling van de covenants mee te nemen, maar dit niet te overschatten. NS zag de schuld uit de aandeelhouderslening van Providence volledig als 'eigen vermogen', maar was voorzichtig in de inschatting van de mate waarin de aftrekbaarheid van de schuld kon worden meegenomen in de beoordeling van de bankfinanciering."⁶⁷

- 3.13. Door de curator is gewezen op de onjuiste vermelding in het Nielen Schuman rapport⁶⁸ van de hoogte van de Providence Lening. De curator heeft opgemerkt dat in het Nielen Schuman rapport een bedrag groot € 145 miljoen is opgenomen, terwijl het bedrag van de lening € 225 miljoen bedroeg.

- 3.14. Robert Schuman heeft dit namens Nielen Schuman weersproken als volgt:

"Bij de aanvang van onze werkzaamheden hebben wij van het management van Catalpa de banking case en de fundsflow ontvangen. Toen wij begonnen aan onze analyse zagen wij in de verkorte 'sources and uses' van de banking base die wij aangeleverd hebben gekregen door het management van Catalpa, een bedrag aan aandeelhouderslening van 145 miljoen staan. Dat bedrag van de banking case hebben we als uitgangspunt genomen. In een ander tabblad van het betreffende excel-bestand van de funds flow stond een bedrag van 232 miljoen genoemd. Wij hebben van Catalpa begrepen dat van die 232 miljoen, uiteindelijk 225 miljoen op Bidco zou komen te rusten. Toen wij bij het management van Catalpa doorvroegen naar de fiscale aftrekbaarheid van de lening, kregen wij te horen dat een deel van 68 miljoen hiervan een rentepercentage van 0% had. Dan resteert dus nog 164 miljoen aan rentedragende lening dat voor onze analyse/opdracht relevant is. Dat is een ander bedrag dan het in eerste instantie, op basis van de verkorte 'sources and uses' van de banking case, door ons gevolgde bedrag van de aandeelhoudersleningen van 145 miljoen. Wij hebben op dat moment een bewuste keuze gemaakt en voor onze opdracht de meest conservatieve benadering gekozen: we hebben het lagere bedrag van de aandeelhouderslening (van 145 miljoen) voor onze analyse aangehouden, zodat we het positieve kasstroomeffect niet zouden overschatten. Zoals gezegd is een lagere aandeelhouderslening namelijk minder gunstig voor de kasstroom van de onderneming, want dan is er minder fiscaal

⁶⁷ Gespreksverslag Schuman, vraag 10

⁶⁸ Zie onderdeel 3.5.4 sub h. Verzoekschrift

*aftekbare rente. Dat klinkt contra-intuïtief, maar het is voor onze analyses – en in het kader van de door Catalpa aan ons verstrekte opdracht – wel juist. Wij werden hierin gesterkt omdat de beoogde belastingaftrek wellicht mogelijk was, maar niet zeker (de Belastingdienst moet daar namelijk mee instemmen en ook de fiscale winst van de onderneming moet groot genoeg zijn om het volledige aftekbare rentebedrag op in aftrek te brengen)".*⁶⁹

Providence Lening (conversie)

- 3.15. In de processtukken en de Beschikking is enige malen het punt van conversie van de Providence Lening in aandelen aan de orde geweest. Namens het Bestuur is daarover gezegd dat het niet ongebruikelijk is dat, wanneer de schuldenaar in zwaar weer belandt, een aandeelhouderslening zoals de Providence Lening wordt omgezet in aandelenkapitaal. Over die conversie nog enige opmerkingen.
- 3.16. Spaninks heeft verklaard dat zij de ervaring had dat zo'n *"conversie meestal toch wel plaats (vindt) als het nodig is voor het voortbestaan van de onderneming"*.⁷⁰ Het Bestuur vond het daarom niet nodig om te volharden in zijn verlangen om een harde toezegging tot conversie van Providence te krijgen. De ervaring van Spaninks wordt gedeeld door Blom (die ervaring had met dit soort structuren⁷¹), Kodde van A&O en Robert Schuman. Schuman zegt daarover:
"In de praktijk zijn investeerders regelmatig bereid tot conversie omdat wegens gebrek aan winst bij de target geen ruimte bestaat voor afteikbaarheid van de renteverplichting zodat het positieve kasstroomeffect verloren gaat. Het is daarom niet onlogisch om hierover kort na closing het gesprek aan te gaan met de investeerder".⁷²
- 3.17. De onderzoekers herkennen dat conversie van aandeelhoudersleningen regelmatig plaatsvindt. Conversie ligt voor de hand wanneer, zoals door Robert Schuman aangegeven, het fiscale voordeel dat met het instandhouden van de aandeelhouderslening behaald kan worden ontbreekt (vanwege het structurele gebrek aan winst), en noodzaak tot verbetering van de balans bestaat. Bijvoorbeeld in het geval de banken (of misschien de accountant vanwege de continuïteitsverklaring) daarom vragen of wanneer de leningnemer niet aan zijn verplichtingen onder de aandeelhouderslening kan voldoen. De kans dat de leninggever het faillissement van de leningnemer, haar eigen groepsmaatschappij, aanvraagt is uiterst klein.

⁶⁹ Gespreksverslag Schuman, vraag 18

⁷⁰ Gespreksverslag Spaninks, vraag 17

⁷¹ Gespreksverslag Blom, vraag 5

⁷² Gespreksverslag Schuman, vraag 11

- 3.18. Het Bestuur van Catalpa had evenwel geen zekerheid dat Providence de lening zou omzetten. Het Bestuur van Catalpa heeft deze zekerheid wel gezocht, maar niet gekregen. Dit is te verklaren doordat een formele toezegging door Providence tot omzetting het risico met zich bracht dat de belastingdienst om die reden de lening niet als vreemd vermogen zou beschouwen en de aftrekbaarheid van de rente zou weigeren.

Balans versus kasstroom

- 3.19. Onderzoekers staan nu stil bij dit onderscheid omdat dit naar hun indruk een belangrijke rol heeft gespeeld bij de benadering door de verschillende partijen van deze zaak. Onderzoekers hebben zich afgevraagd waarom de externe financiers van Providence bereid waren aanzienlijke bedragen ter beschikking te stellen ten behoeve van de financiering van (de Overname van) Catalpa, ondanks dat zij er geen bezwaar tegen zouden hebben indien de balans van Catalpa een zeer aanzienlijke verslechtering zou ondergaan.⁷³
- 3.20. Het antwoord op deze vraag is volgens de onderzoekers in de eerste plaats dat de financiers voornamelijk of zelfs uitsluitend uitgingen van de kasstroom van Catalpa, waarbij de balans minder of niet van belang was. Dit is ook niet ongebruikelijk: partijen die een dergelijke onderneming waarderen kijken primair naar factoren als omzet en winst, bijvoorbeeld: multiplier vermenigvuldigd met de winst of met EBITDA. Financiers hechten bij de beoordeling van te verstrekken financieringen veel waarde aan de vrije kasstroom⁷⁴, om te bepalen of er aan de rente en aflossingsverplichtingen kan worden voldaan. Aan een op termijn potentieel negatief eigen vermogen werd naar de mening van de onderzoekers door banken – in 2010 – bij ondernemingen met het “uurtje factuurtje” verdienmodel als Catalpa (en dus zonder periodieke verplichting tot het doen van grote investeringen) minder zwaar getild, mits men het vertrouwen had dat dit negatieve eigen vermogen door een positieve kasstroom een incidenteel karakter zou hebben.
- 3.21. Voorts is van belang dat de verplichtingen uit de Providence Lening ongesecureerd waren en achtergesteld bij de verplichtingen jegens de banken van Providence, en dat de duur van de Providence Lening (negen jaar) langer was dan die van de Bankfinanciering (deels 2016, deels 2017)⁷⁵. Tevens waren de banken ervan op de hoogte dat Providence ook een substantieel bedrag aan kapitaal inbracht door storting op aandelen (ruim € 66 miljoen). Het geheel aan kapitaalverstrekking betekende dat Providence

⁷³ Volgens de definitie van “Consolidated total Net Debt” in art. 26.1 van de SFA sub (a) tellen aandeelhoudersleningen niet mee voor de bepaling van deze “Debt”.

⁷⁴ De kasstroom die beschikbaar is voor investeringen

⁷⁵ Verzoekschrift prod. 19, SFA, zie definitie Termination Date

primair als aandeelhouder fungeerde en niet als vreemd vermogensverstrekker. Hierin ligt de *tweede* verklaring. Vanwege het ingebrachte eigen vermogen, het ontbreken van zekerheid en vanwege de achterstelling en de duur van de Providence Lening zouden de financiers van Providence immers geen 'last' hebben van de Providence Lening en kon deze als garantievermogen worden beschouwd in het licht van de externe financiering.

- 3.22. Voor Catalpa en Providence was de bijdrage door Providence in de vorm van de Providence Lening in het licht van de kasstroom in zoverre voordelig dat voor Catalpa de rente op die lening (potentieel) aftrekbaar was voor de vennootschapsbelasting.
- 3.23. Onderzoekers concluderen dat het feit dat de Providence Lening als vreemd vermogen op de balans van Catalpa drukte (potentieel leidend tot een toekomstig negatief eigen vermogen) vanuit het oogpunt van de *financiering* van Catalpa van beperkt belang was.

4. Het Nielen Schuman rapport

- 4.1. Het Bestuur heeft Nielen Schuman op 12 augustus 2010 opdracht gegeven om de financiële risico's van de Term Loans⁷⁶ te analyseren. Robert Schuman heeft namens Nielen Schuman deze opdracht toegelicht als volgt: *'Onze opdracht zag, kort gezegd, op de bankfinanciering in verband met de voorgenomen overname van Catalpa. Wij hadden gezien de zeer korte tijd die wij tot closing hadden op het moment dat wij werden benaderd, een zeer beperkte opdracht tot aan closing (eerste fase). Daarna zouden wij een diepergaande analyse maken.'* De opdracht omvatte de volgende elementen:
- 4.1.1. voor de eerste fase, dus tot aan de Closing op 16 augustus 2010:
- een high level review van de liquiditeitspositie van Catalpa meteen na de Closing en kort daarna;
 - een voorlopige financiële analyse van de Banking Case en de financiële covenants;
 - een *'high level'* analyse van de leningsvoorwaarden van de Bankfinanciering; en
- op ad hoc basis het Bestuur adviseren over de *'first step of the closing'*.⁷⁷
- 4.1.2. voor de tweede fase, dus na de Closing van 16 augustus 2010, een diepergaande analyse van de structuur van de Bankfinanciering en de impact daarvan op Catalpa.

⁷⁶ Eventuele verplichtingen onder de Capex faciliteit en de RCF zijn in de berekeningen van Nielen Schuman niet meegenomen.

⁷⁷ Zie de opdrachtbevestiging van Nielen Schuman aan het Catalpa bestuur van 16 augustus 2010, bijlage bij het gespreksverslag met R. Schuman

Hierbij zouden onder meer verschillende scenario's worden doorgerekend die konden worden gezien als een zgn. *stress test*.

- 4.2. In de eerste fase beschikte Nielen Schuman over de volgende (door Spaninks verschaft) informatie: de concept SFA, de Banking Case, de Management Case inclusief een *covenants output sheet* welke de verwachtingen daarover van Providence weergeeft, de concepten van de *sources and uses* en concepten van de *funds flow* en de liquiditeitsprognose voor de korte termijn.⁷⁸
- 4.3. Nielen Schuman heeft zich in deze fase geconcentreerd op de liquiditeit op de korte termijn na de Closing, de *financial covenants* in de SFA en de commerciële/financiële elementen van de SFA. Al op 13 en 14 augustus 2010 gaf Nielen Schuman haar eerste indrukken⁷⁹ die, met de slagen om de arm die bij zo'n korte termijn horen, niet negatief waren.
- 4.4. Voor het advies in de tweede fase is aan Nielen Schuman nog enige aanvullende informatie verschaft, namelijk een nieuwere versie van de *sources and uses* en de *funds flow statement*, nadere informatie over de liquiditeitspositie, een *tax calculation sheet* en nadere informatie voor de *sensitivity scenario's*.⁸⁰
- 4.5. Nielen Schuman heeft doorgerekend wat, uitgaande van de Banking Case, het effect zou zijn van het zich voordoen van verschillende *stress scenario's* op de mate waarin Catalpa aan haar verplichtingen onder de Term Loans A en B kon voldoen. Nielen Schuman heeft daarbij de belangrijkste operationele 'cash flow drivers' geïdentificeerd en heeft op basis van input door het Bestuur zich beperkt tot het doorrekenen van vijf *stress scenario's*. Spaninks heeft in dit verband verklaard:
*"Wij hebben aan Nielen Schuman een aantal scenario's aangedragen die op dat moment, gezien de markt toen, in onze ogen volstrekt ondenkbaar waren (zie scenario 4 van Nielen Schuman)."*⁸¹
Ook Kloos heeft herinnering hieraan:
*"Ten aanzien van de elementen van de door NS door te rekenen stress scenario's heb ik een scherpe herinnering. Ik herinner me dat we met NS hierover een workshop hebben gedaan. Manuela Spaninks en ik verwachtten van de gekozen scenario's dat deze zich nooit voor zouden doen, het was op dat moment bijna niet voor te stellen."*⁸²
- 4.6. De onderzoekers kunnen in financiële zin niet beoordelen of het Bestuur de robuustheid van de toekomstige kasstromen voldoende kritisch heeft getest of laten testen.

⁷⁸ Gespreksverslag R. Schuman, vraag 6

⁷⁹ Verzoekschrift, producties 36 en 37

⁸⁰ Gespreksverslag R. Schuman, vraag 14

⁸¹ Gespreksverslag Spaninks, eerste vraag 21

⁸² Gespreksverslag Kloos, vraag 19

Met andere woorden, de onderzoekers kunnen niet beoordelen of het uitgangspunt dat Catalpa - los van de technische rekenmodellen - in ongeveer zeven jaar ten minste voldoende netto winst kon genereren om de verplichtingen onder de Term Loans⁸³ te kunnen voldoen, van voldoende realiteitszin getuigde; en evenmin of de door het Bestuur geformuleerde operationele stress scenario's in voldoende mate rekening hielden met de risico's verband houdend met de onderneming zoals van Catalpa (waarvan de inkomsten volledig voortvloeiden uit direct opzegbare contracten, terwijl Catalpa weinig verhaalbaar actief bezat en sterk afhankelijk was van toekomstig overheidsbeleid). De inschatting hiervan is aan het Bestuur. Wel staat vast dat het Bestuur in ruime mate heeft stilgestaan bij de omvang en stabiliteit van de toekomstige kasstromen. Het heeft, samen met de door Benca ingeschakelde adviseurs Rothschild en ING, het Information Memorandum opgesteld met de daarin vastgelegde Management Case, en de eveneens door Benca ingeschakelde adviseur Bain & Company heeft een gezichtspunt gegeven over de haalbaarheid van de Management Case⁸⁴. Tenslotte heeft het Bestuur aan Nielen Schuman de hiervoor omschreven opdracht gegeven met de daar in opgenomen operationele stress scenario's.

- 4.7. Uit het Nielen Schuman onderzoek volgt onder meer dat in vier van de vijf operationele stress scenario's de *leverage ratio's* onder druk zouden komen te staan en zouden resulteren in een potentiële opeisbaarheidsgrond onder de Term Loans. In de door Nielen Schuman doorgerekende combinatie van twee stress scenario's zouden zowel de *leverage ratio* als de *interest coverage ratio* onder druk komen te staan. In alle stress scenario's echter, zo bleek, zou Catalpa voldoende kasstroom genereren om aan haar rente- en aflossingsverplichtingen te kunnen voldoen, met uitzondering van de terugbetaling van Term Loan B in 2017⁸⁵. Met andere woorden, in bijna alle door het Bestuur aangedragen stress scenario's zou Catalpa - hoewel het aan haar renteverplichtingen kon blijven voldoen en aan haar aflossingsverplichtingen onder de Term Loan A – potentieel niet aan de afgesproken *leverage ratio's* van de SFA kunnen voldoen hetgeen een opeisbaarheidsgrond is. Nielen Schuman wees erop dat het zich voordoen van een opeisbaarheidsgrond ertoe kan leiden dat de banken de leningen opeisen en hun zekerheid uitoefenen. Echter, gezien de sterke operationele kasstroom en de beperkte bezittingen van Catalpa leek dit Nielen Schuman een onwaarschijnlijk

⁸³ Hoofdsom van € 230 miljoen vermeerderd met rente van 4,25% – 5% per jaar (zie definitie Margin in SFA, prod. 19 Verzoekschrift) vermeerderd met Euribor voor de gekozen Interest Period (zie artikel 14.1 SFA)

⁸⁴ Verzoekschrift prod. 9. Blijkens de bladzijden 9 – 12 kenmerkte Bain alle onderzochte elementen als 'achievable' (zie bladzijde 150 voor de betekenis daarvan), en twee elementen als 'challenging', te weten 'Most likely potential regulatory changes will not substantially alter demand for childcare' en Management plan for top-line organic growth seems challenging for KDV (childcare) (maar het 'Overall Plan' wordt tegelijkertijd als 'achievable' gekwalificeerd).

⁸⁵ Nielen Schuman rapport bladzijde 35

scenario en zou het risico veeleer liggen in de mogelijkheid voor de banken om de zakelijke voorwaarden van de leningen voor zichzelf te verbeteren en om verdere beperkingen aan Catalpa op te leggen. Nielen Schuman raadde het Bestuur aan om de eventuele consequenties te bespreken met haar juridisch adviseurs.

- 4.8. Het Bestuur is ervan uitgegaan dat de rente op de Providence Lening volledig aftrekbaar zou zijn voor Catalpa. Nielen Schuman heeft dit uitgangspunt overgenomen bij haar berekeningen, zij het dat zij rekening hield met het renterisico over € 145 miljoen, in plaats van € 225 miljoen zoals het Bestuur. Wel beval Nielen Schuman aan om hierover 'additional comfort' te zoeken en wees erop dat zij geen belastingadviseur is en daarom het uitgangspunt van volledige aftrekbaarheid niet kon beoordelen (*validate*), maar dat in haar ervaring de belastingautoriteiten erg strikt zijn ten aanzien van de aftrekbaarheid van rente op aandeelhoudersleningen.⁸⁶
- 4.9. Wat betreft de Providence Lening wees Nielen Schuman erop dat dit soort leningen gegeven de vormgeving daarvan⁸⁷ gebruikelijk als eigen vermogen wordt beschouwd, maar formeel vreemd vermogen is. Nielen Schuman beval het Bestuur aan met Providence een conversie mechanisme te bespreken voor het geval zich specifieke momenten zouden voordoen (bijvoorbeeld in geval van een *financial covenants breach*) en dat bij teleurstellende financiële prestaties ('*disappointing financial performance*') herfinanciering van de Providence Lening niet mogelijk zou kunnen zijn.⁸⁸
- 4.10. Als laatste aanbeveling van Nielen Schuman noemen onderzoekers het verkennen van afdekken van een renterisico.⁸⁹
- 4.11. Samenvattend: Nielen Schuman heeft het Bestuur geadviseerd nog aandacht te geven aan (1) het zo mogelijk voorkomen van inbreuken op de financiële covenants teneinde te vermijden dat de banken een verbetering van hun voorwaarden zouden kunnen afdwingen, (2) aftrekbaarheid van de rente op de Providence Lening, (3) de conversie en (4) het afdekken van het renterisico.

5. Rol van de juridisch adviseurs

- 5.1. Het Bestuur heeft zich er bij onderzoekers op beroepen dat het zich heeft voorzien van juridische adviezen door advocaten van A&O en FF, en dat het in belangrijke mate

⁸⁶ Nielen Schuman rapport bladzijde 33 en 35

⁸⁷ Nielen Schuman rapport bladzijde 31

⁸⁸ Nielen Schuman rapport bladzijden 31 en 35. Op bladzijde 31 had Nielen Schuman ook berekeningen gemaakt van de ontwikkeling van de Providence Lening als percentage van Catalpa's balans totaal (uitgaande van 145 miljoen rentedragend deel daarvan en geen tussentijdse aflossingen). Over 2016 zou dat 73,3% zijn en over 2017 zelfs 111,6%.

⁸⁹ Nielen Schuman rapport bladzijde 35