

daarop heeft vertrouwd en zich daardoor heeft laten leiden. Onderzoekers hebben dit onderzocht. Daarover het volgende.

5.2. Advies A&O

Spaninks en Kloos hebben, op de vooravond van de aanvaarding van het bod van Providence⁹⁰, mrs. K. Kodde en – in een wat later stadium – N. de Ru, beiden advocaten van A&O (hierna het ‘A&O II team’) ingeschakeld om hen bij te staan bij de vormgeving van de Investment Agreement waarin onder meer deelneming van Spaninks en Kloos in de Overnamestructuur werd vastgelegd.⁹¹

Diverse andere advocaten van A&O waren al eerder bij de transactie betrokken geraakt in de rol van juridisch adviseur van Bencis bij de verkoop van Catalpa (het ‘A&O I team’). De rol van het A&O I team was, naar zeggen van Kodde, met de aanvaarding van het bod grotendeels uitgespeeld.⁹²

Het A&O II team heeft het Bestuur gewezen op haar onafhankelijkheid ten opzichte van het A&O I team – waarbij de uitdrukking “Chinese walls” is toegelicht – en heeft het Bestuur “ongeveer half juli” geattendeerd op de PCM beschikking, en later nog een keer begin augustus 2010.⁹³ Daarmee betrad A&O het terrein van de door het Bestuur te maken belangenafweging. Het heeft het Bestuur hierin bijgestaan waardoor de werkzaamheden zich niet langer beperkten tot het bijstaan van Spaninks en Kloos in privé.

Eveneens begin augustus 2010, toen duidelijk werd dat het Bestuur geacht werd tot de SFA toe te treden⁹⁴, heeft het A&O II team het Bestuur – desgevraagd – hierover geadviseerd, en het heeft het Bestuur bijgestaan bij het opstellen van de Comfort Letter.

Tenslotte heeft het A&O II team – weer desgevraagd – het Bestuur begin september geadviseerd over de aftrekbaarheid van de rente, en het Bestuur bijgestaan bij het opstellen van het Bestuursmemorandum dat een schriftelijke samenvatting was van de overwegingen van het Bestuur aangaande de Overname en de Fusie.

5.3. Over de vraag hoe Adviesaanvraag 1 en Adviesaanvraag 2 tot stand zijn gekomen lopen de herinneringen van de betrokkenen van destijds uiteen. Kloos herinnert zich dat A&O advocaat Keizer niet alleen – als adviseur van het Bestuur – Adviesaanvraag

⁹⁰ Volgens A&O op 23 juni, volgens het Bestuur “15 juli”. Blijkens de actiepunten van de overlegvergadering van de directie van Catalpa N.V. van 11 januari 2010 stond op dat moment de actie ‘Eigen adviseur directie’ al beschreven.

⁹¹ Zowel het Verweerschrift, alinea 2.17.1 als Spaninks (gespreksverslag, vraag 7) als A&O (gespreksverslag Kodde en De Ru, vraag 1) was dit de eerste aanleiding voor hun inschakeling. Het Verweerschrift noemt als eerste datum 15 juli, A&O noemt 23 juni.

⁹² Gespreksverslag Kodde en De Ru vraag 2.

⁹³ Gespreksverslag Kodde en De Ru vraag 7.

⁹⁴ Dit was op 3 en 4 augustus, gespreksverslag A&O, vraag 3

1 heeft opgesteld, maar ook op de achtergrond heeft meegekeken naar de – naar haar zeggen – door FF opgestelde Adviesaanvraag 2. Keizer was in de jaren voorafgaand aan de Transactie betrokken geweest bij door Catalpa verrichte overnames en verstrekte algemene arbeidsrechtelijke adviezen aan Catalpa⁹⁵; hij werd door Kloos gezien als "trusted advisor". Ook Spaninks herinnert zich dat Keizer Adviesaanvraag 1 heeft opgesteld. Zij was zich ervan bewust dat Keizer geen deel uitmaakte van het A&O II team, maar wist niet of hij betrokken was geraakt omdat Catalpa al eerder met hem had gewerkt, dan wel (ook) omdat hij in het A&O I team zat⁹⁶. Spaninks en Kloos hebben zich beroepen op een bestaande vertrouwensrelatie tussen Catalpa en A&O.⁹⁷

- 5.4. Keizer heeft verklaard dat hij niet optrad voor Catalpa, het Bestuur of voor leden van het Bestuur, maar in zijn hoedanigheid van adviseur van Bencis. Hij heeft in die hoedanigheid uitsluitend een eerste opzet van Adviesaanvraag 1 aan het Bestuur opgesteld en heeft met de uitwerking daarvan geen bemoeienis gehad. Deze eerste opzet is door Keizer, met de daarbij behorende email van mr. A. van der Pauw, aan de onderzoekers gezonden, en dit alles is aan dit verslag gehecht als Bijlage III. Keizer heeft verklaard niet op de achtergrond geadviseerd te hebben over Adviesaanvraag 2. Hij heeft zijn verklaringen gebaseerd op zijn herinnering en op zijn administratie (e-mails, agenda en registratie van bestede tijd)⁹⁸.
- 5.5. Ook bij Adviesaanvraag 2 heeft A&O volgens verklaringen van Spaninks en Kloos een rol gespeeld, hoewel volgens hen de hoofdrol was weggelegd voor FF. Kloos heeft hierover onder meer verklaard:
- "Adviesaanvraag II is met Brechje Nollen van Freshfields opgesteld, maar ik meen mij te herinneren dat wij ons op de achtergrond hebben laten adviseren door Arnold Keizer van A&O. Er waren, als ik me goed herinner, bij Freshfields ook een soort Chinese Walls, Brechje Nollen was wel echt gekoppeld aan ons terwijl Harald Spruit optrad voor Providence."*⁹⁹

5.6. Advies FF

Uit het citaat van de vorige alinea volgt dat volgens het Bestuur Adviesaanvraag 2 was opgesteld door FF, terwijl FF ook zgn. Chinese walls tot stand had gebracht tussen FF' advocaten van Providence en die welke het Bestuur bijstonden in het medezeggenschapstraject. Kloos heeft daarover ook nog gezegd:

"Overigens zijn wij ook over deze Adviesaanvraag II door onze advocaten geadviseerd en ik herinner mij wel daarover discussies te hebben gehad. Daarbij ging het dacht ik

⁹⁵ Gespreksverslag Keizer vraag 11

⁹⁶ Gespreksverslag Spaninks vraag 9.

⁹⁷ Gespreksverslag Spaninks vraag 8; gespreksverslag Kloos vraag 8.

⁹⁸ Gespreksverslag Keizer vragen 7 - 10

⁹⁹ Gespreksverslag Kloos, vraag 10

*over 'want to say' en 'need to say' (...). Ik kan me herinneren dat de aanvraag niet zonder slag of stoot tot stand is gekomen.*¹⁰⁰

- 5.7. De onderzoekers hebben FF gevraagd of zij bereid was om over haar betrokkenheid in deze zaak, en dan vooral in het medezeggenschapstraject, met onderzoekers te spreken. FF heeft dit verzoek niet gehonoreerd. Zij heeft aan onderzoekers, kort gezegd, verklaard uitsluitend te hebben opgetreden voor Providence en NCC – waaronder over diverse post-acquisitie aangelegenheden – , maar niet voor het Bestuur en om die reden geen basis te zien om inhoudelijk te reageren op door de onderzoekers gestelde vragen.
- 5.8. Onderzoekers hebben nog geprobeerd om FF op andere gedachten te brengen, ook op grond van het (aan FF gemelde) feit dat Spaninks en Kloos ook ná hun gesprekken met onderzoekers en via hun advocaten van Wijn en Stael nogmaals bevestigden dat volgens hen FF óók voor het Bestuur was opgetreden. FF heeft echter in haar standpunt om niet met onderzoekers te spreken volhard, om de zojuist genoemde reden. Onderzoekers concluderen dat de tegenstrijdigheid in de verklaringen niet is opgeheven, want de opvatting van Kloos (Nollen van FF heeft Adviesaanvraag II met ons opgesteld; bij FF waren *Chinese walls*, waarbij Nollen aan ons was gekoppeld) is strijdig met de opvatting van FF (wij traden op voor Providence en Bidco, en niet voor het Bestuur).
- 5.9. De onderzoekers constateren dat nu, meer dan tien jaar na de Transactie, verschillende opvattingen bestaan over de rol die A&O en FF destijds hebben gespeeld. Kort gezegd menen A&O en FF ten aanzien van het medezeggenschapstraject dat zij niet voor Catalpa N.V. (of het Bestuur als zodanig) optraden, terwijl het Bestuur meent dat dit wel het geval was.
De rol van de advocaten in het A&O II team heeft zich ontwikkeld. Zij werden aanvankelijk door Spaninks en Kloos in de arm genomen om hen bij te staan bij hun toetreding in privé als aandeelhouder/leningverstrekker in de overnamestructuur maar adviseerden het Bestuur vervolgens over de betekenis van de PCM Beschikking, de inhoud van de SFA en de vastlegging van de besluitvorming van het Bestuur in het Bestuursmemorandum.
- 5.10. De onderzoekers beschikken niet over opdrachtbrieven – zij hebben met FF geen inhoudelijk overleg gehad en A&O heeft verklaard dat het geen opdrachtbrief heeft gemaakt voorafgaand aan de advisering door het A&O II team. Eerst op 17 november 2010 – nadat Providence aandeelhouder was geworden - is een opdrachtbrief door

¹⁰⁰ Gespreksverslag Kloos, vraag 26

A&O aan Catalpa N.V. gestuurd¹⁰¹. Er is geen andere documentatie (meer) beschikbaar die duidelijkheid over deze kwestie kan bieden (anders dan het verslag van de vergadering van het CMO van 15 juni 2010 (zie hierna onder IV.2.3 laatste alinea) waaruit blijkt dat de eerste aanzet voor Adviesaanvraag 1 van Bencis afkomstig was).

- 5.11. Op grond van de gedragsregels advocatuur dient een advocaat tegenover zijn cliënt en in zijn contacten met derden ervoor zorg te dragen dat geen misverstand kan bestaan over de hoedanigheid waarin hij in een gegeven situatie optreedt¹⁰². Dit is zeker bij de advisering over een adviesaanvraag als bij Catalpa van belang, waarbij zowel de verkoper en/of de koper en het Bestuur een belang hadden en de advocaten van Bencis en van Providence en het Bestuur onderling contact hadden om de inhoud af te stemmen. Daar komt wat A&O betreft bij dat A&O (o.a. Keizer) voorafgaand aan de Overname voor Catalpa had opgetreden en dit, blijkens de opdrachtbrief van 17 november 2010, ook na de Overname bleven doen.
- 5.12. Het risico dat onduidelijkheid zou kunnen ontstaan over de rol van de betrokken advocaten had door de desbetreffende advocaten vermeden moeten worden. Echter mag naar de mening van de onderzoekers ook van het Bestuur worden verwacht dat het ervoor zorg draagt dat het duidelijk maakt welke opdracht het namens de vennootschap verstrekt en wat het van welke adviseur verwacht en dit vastlegt in een opdracht.

¹⁰¹ Gespreksverslag Kodde/De Ru vraag 1. A&O heeft de onderzoekers een kopie gezonden van de op 17 november 2010 aan Catalpa N.V. gezonden engagement letter, waarin Van der Pauw en Kodde als contact-partners worden aangewezen. De brief is namens A&O ondertekend door Van der Pauw.

¹⁰² Gedragsregels advocatuur, artikel 9. Een soortgelijke regel bestond in de (in 2010 toepasselijke) Gedragsregels 1992, artikel 10 lid 1 tweede zin.

IV. BEANTWOORDING ONDERZOEKSVRAGEN

1. Onderzoeksvraag 1 (CMO)

1.1. De curator heeft, blijkens de Beschikking (r.o. 3.1.b) onder meer aangevoerd dat het Bestuur het CMO in het kader van de Transactie bij herhaling onvolledig en onjuist heeft geïnformeerd over materiële onderdelen van de Transactie. De curator wijst daarbij onder meer op de verklaring dat Bidco de overname voor meer dan 50% van de totale overnamesom met eigen vermogen zou financieren en het Bestuur onvermeld heeft gelaten dat Catalpa na de overname met Bidco zou fuseren teneinde de rente over de Providence Lening af te kunnen trekken van het operationele resultaat, waardoor ook die lening op haar onderneming zou komen te drukken.

1.2. Met betrekking tot de informatievoorziening aan het CMO door Catalpa heeft de Ondernemingskamer in r.o. 3.8 en 3.7 het volgende overwogen.

“3.8. Met betrekking tot de informatievoorziening aan het CMO door Catalpa overweegt de Ondernemingskamer als volgt. Uitgangspunt is dat een adviesaanvraag de essentie van het voorgenomen besluit moet bevatten, evenals de beweegredenen van het bestuur daartoe en een juiste omschrijving van de te verwachten gevolgen daarvan. Het is de verantwoordelijkheid van de bestuurder dat het medezeggenschapsorgaan in het kader van een adviestraject juist en volledig wordt voorgelicht. Die voorlichting is naar het oordeel van de Ondernemingskamer bij beide adviesaanvragen minst genomen onvolledig geweest. In het verweerschrift hebben Kloos c.s. gesteld dat het van meet af aan in de lijn der verwachting lag dat Providence na de overname een push down van de acquisitiefinanciering zou willen uitvoeren door middel van een fusie of een herfinanciering. Die verwachting van een debt push down is een essentieel element in het kader van de beoordeling door het CMO van de voorgenomen overname en de gevolgen daarvan voor de onderneming en ontbreekt ten onrechte in beide adviesaanvragen. (...) in elk geval hadden zij op 30 juli 2010, weliswaar na indiening van Adviesaanvraag I, maar nog ruim voor de overname, de informatie dat NCC de Providence Lening zou gebruiken om de overnamesom te betalen en dat NCC en Catalpa zouden fuseren (...) aan het CMO behoren voor te leggen op een wijze die recht zou hebben gedaan aan een inhoudelijk ordentelijk verloop van de medezeggenschap met betrekking tot de Transactie. Die informatie bleek ook uit het Tax Structure Report van Deloitte, waar het bestuur op 4 augustus 2010 een concept van heeft kregen. Ook toen had het CMO door het bestuur nog kunnen en moeten worden voorzien van die informatie en worden voorgelicht over de strekking daarvan, te weten dat Catalpa wordt belast met een schuld ter grootte van de door Providence verschuldigde koopsom van de aandelen. Dat in het kader van Adviesaanvraag I (...) wordt gesproken over financiering van de overname met meer dan 50% eigen vermogen geeft daarom een onjuist en onvolledig beeld, waardoor het CMO mogelijk op het verkeerde

been is gezet. Ten onrechte blijkt hieruit niet dat uiteindelijk zowel de bancaire financiering als ook de Providence Lening een schuld van Catalpa zelf zouden worden. Dit aspect – de financiering van de overname en de eventuele gevolgen voor de onderneming daarvan – was echter zo wezenlijk dat dit aan het CMO duidelijk had moeten worden gemaakt met het oog op het verwezenlijken van medezeggenschap. De daarop gerichte vraag van het CMO (...) is onjuist beantwoord. De curator heeft een verklaring van de door het CMO geraadpleegde adviseur Gortemaker in het geding gebracht, waarin hij met verwijzing naar een handout van een in het kader van Adviesaanvraag I door Providence gegeven presentatie heeft verklaard dat een debt push down tijdens die presentatie niet ter sprake is gekomen, en Providence weliswaar niet in detail is ingegaan op de financieringsstructuur, maar toen wel heeft weergegeven dat de overname voor meer dan 50% met eigen vermogen zou worden gefinancierd. Het CMO heeft op basis van die – onjuiste – veronderstelling een positief advies gegeven. Nu vaststaat dat het bestuur in elk geval ruim voor de tenuitvoerlegging van het voorgenomen besluit wist dat het positieve advies van het CMO van 1 juli 2010 gebaseerd was op onjuiste informatie, had het op zijn weg gelegen het CMO op zodanige wijze bij de advisering over de Transactie te betrekken, dat de medezeggenschapsrechten van het CMO zouden zijn gerespecteerd. Dat heeft het bestuur, naar thans moet worden aangenomen, ten onrechte nagelaten.

3.9. Ook in Adviesaanvraag II en het daarop volgende traject heeft het bestuur een en ander niet rechtgezet en daarmee de medezeggenschapsrechten van het CMO geschonden. Ook in die aanvraag ontbreekt een essentieel element van het betreffende voorgenomen besluit. De essentie van de fusie was het realiseren van de (van aanvang af door Providence voorgenomen en bij Catalpa bekende) debt push down en niet "vereenvoudiging van de juridische structuur", zoals Catalpa in Adviesaanvraag II aan het CMO voorspiegelde. De debt push down door middel van de fusie bewerkstelligde dat zowel de bancaire financiering (in het bijzonder met betrekking tot Facility A en Facility B van de SFA (...), tezamen € 230 miljoen, want Catalpa was al op 16 augustus 2010 toegetreden tot de Capex Facility van € 40 miljoen en de RCF van € 10 miljoen) als de Providence Lening ten bedrage van € 225 miljoen met een rentepercentage van 15% per jaar als een schuld van Catalpa werd geconstrueerd. In Adviesaanvraag II is dat echter ten onrechte niet eenduidig opgenomen (...). Lagere kosten ten gevolge van de fusie van NCC met Catalpa en vereenvoudiging van de juridische structuur worden genoemd als redenen van het voorgenomen besluit. Waar uitgebreid vermeld staat hoe de overname gefinancierd was, ontbreekt het bedrag van € 225 miljoen zijnde de Providence Lening, die als gevolg van de fusie een schuld van Catalpa zou worden en die tezamen met de overige leningen zou leiden tot een totale schuld van ruim € 500 miljoen. Een verwijzing naar bijlagen waaruit het CMO dit wellicht had kunnen opmaken volstaat in dit verband niet, gelet op de verplichting van Catalpa om in de adviesaanvraag de beweegredenen van het voorgenomen besluit op correcte wijze toe te lichten. Gortemaker heeft verklaard dat deze

aandeelhouderslening ook tijdens de bespreking die hij in het kader van Adviesaanvraag II (deels) heeft bijgewoond in het geheel niet aan de orde is geweest. Over de verwachting dat de rentelasten van 15% per jaar, zonder dat die rente werd betaald, fiscaal aftrekbaar zouden zijn, valt evenmin iets terug te vinden in het adviestraject. Had men het CMO correct voorgelicht dat die aftrekbaarheid slechts werd verondersteld (...) en was toegelicht wat de consequenties zouden zijn als die verwachting niet zou zijn uitgekomen, dan waren daarover allicht kritische vragen gesteld. Ook is in Adviesaanvraag II geen aandacht besteed aan het snel oplopen van de schuld uit hoofde van de Providence Lening als gevolg van de zeer hoge rente die jaarlijks zou worden toegevoegd aan de hoofdsom en de gevolgen daarvan voor Catalpa. Daarbij speelt een rol dat Catalpa weliswaar verwachtte dat Providence in moeilijke tijden bereid zou zijn tot een conversie, maar dat daarover geen zekerheid was verkregen. De Ondernemingskamer is van oordeel dat door de gebrekkige informatievoorziening aan het CMO in het kader van de twee adviesaanvragen de medezeggenschapsrechten van het CMO onvoldoende lijken te zijn gerespecteerd. Dit levert een gegronde reden op voor twijfel aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van Catalpa."

2. Adviesaanvraag 1

- 2.1. In het bod op Catalpa heeft Providence aangegeven de Overname te zullen financieren met een Term Loan A groot € 95 miljoen, een Term Loan B groot € 135 miljoen, een Revolving Credit Facility van € 10 miljoen, en een Capital Expenditure Facility van € 40 miljoen¹⁰³. Deze financiering kwam, naar zeggen van Spaninks, in essentie overeen met het door het Bestuur met de adviseurs van Benca opgestelde Stapled Finance voorstel dat aan het Information Memorandum was toegevoegd.¹⁰⁴
- 2.2. Op 25 juni 2010, de dag nadat Bencis het bod van Providence op Catalpa had aanvaard, heeft het Bestuur Adviesaanvraag 1 aan het CMO gestuurd.
- 2.3. Een eerste opzet voor Adviesaanvraag 1 was op 9 juni 2010 door mr A. van der Pauw, een van de advocaten uit het A&O I team (zie hiervoor Hoofdstuk III.5.2), aan het Bestuur gezonden. In de begeleidende email is onder meer vermeld¹⁰⁵:
"Ter voorbereiding op het WOR-adviestraject zend ik jullie bijgaande eerste opzet voor een adviesaanvraag aan het CMO, zowel betreffende de verkoop van Catalpa als de financiering. Als te zijner tijd nog niet voldoende duidelijkheid bestaat over de financiering kan overwogen worden 2 adviestrajecten te volgen: één voor de verkoop voor tekenen van de SPA en één voor de financiering tussen signing en closing." en *"Duidelijk zal zijn dat in het concept de details verder moeten worden uitgewerkt met name*

¹⁰³ Verweerschrift prod. 12.

¹⁰⁴ Gespreksverslag Spaninks, vraag 16, 2^e alinea, en vraag 32, 2^e alinea

¹⁰⁵ Bijlage III bij dit verslag

betreffende de financiering. Voor zover details vanuit jullie al kunnen worden aangevuld stel ik voor dit al te doen. Ik stel voor morgen of vrijdag overleg te voeren over dit concept om te bepalen wat jullie al met het CMO willen communiceren."

De eerste opzet voor Adviesaanvraag 1 is – via Bencis - ook gedeeld met het CMO. In het concept van de notulen van de bijeenkomst van het CMO van 15 juni 2010 is onder meer bepaald "*Het CMO heeft via de directie van Bencis een "voorbeeld" adviesaanvraag ontvangen.*" Dat dit voorbeeld van de adviesaanvraag een document is dat afkomstig is van A&O blijkt verderop in het concept van de notulen¹⁰⁶.

- 2.4. Er is door het Bestuur voor gekozen om beide adviesonderdelen – overname en financiering – in één adviesaanvraag samen te voegen. In Adviesaanvraag 1¹⁰⁷ wordt het CMO verzocht om, in overeenstemming met het bepaalde in artikel 25 lid 1 sub a, i en j WOR¹⁰⁸, advies uit te brengen over "*(1) het voorgenomen besluit (en de uitvoering daarvan) van de huidige aandeelhouder van de onderneming, het volledige belang van aandeelhouder in Catalpa N.V. en alle daarmee samenhangende bedrijfsonderdelen over te dragen aan een nieuw opgerichte houdstermaatschappij opgezet door Providence Equity Partners en (2) het voorgenomen besluit (en de uitvoering daarvan) ten aanzien van de met de overname verband houdende financiering, zoals volledig uiteengezet in de aan deze adviesaanvraag gehechte Bijlage 1*".
- 2.5. In Bijlage 1, getiteld Financieringsstructuur, is onder meer vermeld dat de voorgestelde transactie met zich brengt dat "*de huidige financiering van de Catalpa groep zal moeten worden vervangen door nieuwe financiering. Het voornemen bestaat om de volgende kredietfaciliteiten aan te trekken:*
- *Term Loans ad € 230 miljoen;*
 - *Revolving Credit Facility ad € 10 miljoen; en*
 - *Capital Expenditure Facility ad € 40 miljoen.*
- (...) De financiers hebben als voorwaarde (...) gesteld dat Catalpa N.V. en andere groepsvennootschappen binnen de Catalpa groep zekerheid dienen te stellen. Tot zekerheid van hun verplichtingen in verband met de kredietfaciliteiten zullen Catalpa N.V. en een groot aantal groepsvennootschappen elkaars verplichtingen garanderen met betrekking tot bovengenoemde leningen. Tevens omvat de zekerheidsstelling een verpanding van de aandelen van Catalpa N. V. en andere groepsvennootschappen ten behoeve van de banken, alsmede door Catalpa N.V. en de garanderende groepsmaatschappijen te verstrekken*

¹⁰⁶ Bijlage IV bij dit verslag, blz 2 onder 2 en blz 3 onder Algemeen, 7.

¹⁰⁷ Verzoekschrift, prod. 20

¹⁰⁸ Respectievelijk: 'overdracht van de zeggenschap over de onderneming of een onderdeel daarvan', het aantrekken van een belangrijk krediet ten behoeve van de onderneming' en 'het (...) stellen van zekerheid voor belangrijke schulden van een andere ondernemer, tenzij dit geschiedt in de normale uitoefening van werkzaamheden in de onderneming'.

zekerheidsrechten ten behoeve van de banken op hun activa waaronder roerende zaken, onroerende zaken, vorderingen, bankrekeningen en intellectuele eigendomsrechten." (...) "Het management acht het verstrekken van zekerheden in het belang van de groep en ze merkt op dat ook in verband met de huidige financiering al door diverse groepsvennootschappen garanties en zekerheden zijn gesteld".

- 2.6. Ten tijde van het opstellen van Adviesaanvraag 1 was het Bestuur slechts bekend met de hoofdlijnen van de wijze van financiering door Providence. Het was niet bekend met de SFA of het Deloitte Structure Memorandum waarnaar in de SFA wordt verwezen¹⁰⁹. Dientengevolge blijkt niet uit Adviesaanvraag 1 dat de financiering in eerste instantie door de aandeelhouder van NCC is aangegaan, dat NCC inlener is onder elk van de Term Loans, de Capex faciliteit en de RCF, dat Catalpa N.V. door toetreding tot de SFA in eerste instantie uitsluitend inlener zou worden onder de Capex faciliteit en de RCF, dat de banken de eis stelden dat de Fusie¹¹⁰ zou plaatsvinden en dat als gevolg daarvan de onderneming van Catalpa belast zou worden met de Term Loans van € 230 miljoen die door NCC waren aangetrokken om, onder meer, een deel van de verschuldigde koopprijs te financieren. Niet is vermeld welke zekerheid door welke groepsmaatschappij voor welke verplichtingen moest worden gesteld. Ten onrechte is gesteld dat Catalpa N.V. en een groot aantal groepsvennootschappen *elkaars verplichtingen* zouden garanderen, terwijl de zekerheid die zij moesten stellen ook diende tot zekerheid van de verplichtingen van NCC.
- 2.7. De onderzoekers hebben het Bestuur gevraagd waarom het niet, zoals door A&O werd gesuggereerd, de adviesaanvraag ten aanzien van de financiering pas heeft opgesteld tussen *signing* en *Closing*, zodra het Bestuur over voldoende informatie beschikte om het CMO over de relevante bepalingen van de financiering en de gevolgen daarvan te informeren. Namens het Bestuur is er in dit verband op gewezen dat partijen op 5 juli 2010 in beginsel overeenstemming zouden bereiken over de overname, de bankfinanciering van € 280 miljoen en de zekerheidsstelling door Catalpa en verschillende groepsvennootschappen. Als het Bestuur pas in augustus 2010 advies had gevraagd over de financiering dan zou, zo meent het Bestuur, het Bestuur terecht het verwijt zijn gemaakt dat het dat advies te laat had aangevraagd.¹¹¹

¹⁰⁹ Het Bestuur is pas op 4 augustus 2010, geruime tijd na het afronden van het traject met betrekking tot Adviesaanvraag 1, van de inhoud van de (*amended and restated*) SFA¹⁰⁹ op de hoogte geraakt (Zie Beschikking randnummers 2.15 en 2.17)

¹¹⁰ Dat de banken de eis van de Fusie stelden volgt uit artikel 27.33 van de SFA waarin de Parent, de aandeelhouder van NCC, zich verplicht om te (doen) bewerkstelligen dat tijdig alle stappen van het door Deloitte opgestelde Structure Memorandum worden gezet. In het Structure Memorandum ziet stap 4 op de Fusie.

¹¹¹ Aldus de (huidige) advocaten van het Bestuur in hun brief aan onderzoekers van 14 september 2021, sub 2.4.

- 2.8. De onderzoekers beseffen dat een advies vanwege het bepaalde in artikel 25 lid 2 WOR op een zodanig tijdstip moet worden gevraagd dat het van wezenlijke invloed kan zijn op het te nemen besluit. Echter, het besluit dat op 5 juli 2010 werd genomen was het besluit van het bestuur van Benca (bestaande uit Spaninks, Kloos en, op dat moment afwezig, Peters) tot het aangaan van de SPA en de transacties en overeenkomsten die in de SPA zijn vermeld¹¹². In bedoeld bestuursbesluit noch in de SPA is enige bepaling opgenomen over de financiering van de koopprijs (bankfinanciering van € 280 miljoen) of de zekerheidsstelling daarvoor¹¹³. Benca had geen betrokkenheid bij de financiering van de koopprijs voor de aandelen Catalpa N.V.
- 2.9. In Bijlage 2 bij Adviesaanvraag 1 heeft Providence, in antwoord op eerder door het CMO opgestelde vragen, onder meer verklaard dat het *'de overnamesom voor meer dan 50% met eigen vermogen financiert'*. Hiervoor in Hoofdstuk III onder 3.3 e.v. is ingegaan op de juistheid van deze verklaring. Wat daarvan zij, het CMO en Gortemaker hebben de verklaring van Providence zo begrepen dat de koper, NCC, de Overname met 50% eigen vermogen in juridische zin zou financieren. Het CMO heeft deze tekst herhaald in Advies 1 en is met Providence van mening dat dit *'een financieel stabiel bedrijf creëert met aanzienlijke ruimte voor groei'*.¹¹⁴ Het Bestuur, dat pas nadat het CMO zijn Advies 1 had verstrekt op de hoogte raakte van de Providence Lening, heeft het CMO omtrent de betekenis van de verklaring van Providence niet kunnen informeren ten tijde van Adviesaanvraag 1.
- 2.10. Het CMO-bestuur, Immink respectievelijk Gortemaker hebben voor zover zij zich konden herinneren en nagaan behalve Adviesaanvraag 1 en de daarbij behorende Bijlagen, uitsluitend de jaarrekening 2009, de management rapportage van maart 2010 en het Strategieplan 2010-2013¹¹⁵ ontvangen. De onderzoekers hebben Hildebrand, Ellenbroek en Immink hierover eerst in het met hen gevoerde gesprek bevraagd en vervolgens nogmaals na het uitbrengen van het eerste concept van dit verslag, maar ook in tweede instantie konden zij zich geen andere stukken herinneren dan hiervoor genoemd. De in de eerste opzet voor Adviesaanvraag 1 door A&O opgenomen tekst dat het CMO onder *meer "door middel van het verstrekken van het Informatie Memorandum, de Management presentaties en de door PwC opgestelde vendor due diligence rapporten en het door Bain & Company opgestelde due diligence rapport"*, was geïnformeerd, heeft de finale versie van de Adviesaanvraag niet gehaald. Niet is gebleken dat deze of andere documenten aan het CMO zijn verstrekt. Het verzoek van het CMO

¹¹² Verzoekschrift prod. 22.

¹¹³ Verzoekschrift prod. 23.

¹¹⁴ Verzoekschrift prod. 20, Bijlage 2 en prod. 21, blz 5

¹¹⁵ Ontvangst van het Strategieplan blijkt ook uit de notulen van de bijeenkomst van het CMO van 15 juni 2010

tot 'zicht op het overnamecontract' is niet gehonoreerd, het CMO is ermee akkoord gegaan dat het contract alleen aan Gortemaker toegezonden zou worden¹¹⁶.

- 2.11. Er zijn twee bijeenkomsten geweest in verband met Adviesaanvraag 1, te weten:
- op 24 juni 2010 een voorbespreking tussen Kloos, Spaninks, het CMO-bestuur, Gortemaker en Van de Velde;
 - op 25 juni 2010 een overlegvergadering tussen Kloos, Spaninks, de leden van het CMO, Gortemaker en, gedurende een uur, Providence.
- 2.12. Aan de hand van de verzamelde herinneringen van Spaninks, Kloos, het CMO-bestuur, Immink en Gortemaker ontstaat het beeld dat tijdens de bijeenkomst van 25 juni 2010 de vragenlijst van het CMO aan Providence werd gehanteerd als agenda, dat onder meer verschillende financiële toekomstscenario's zijn toegelicht waarbij de eindconclusie was dat in alle scenario's (ook de negatieve), de organisatie de Bankfinanciering kon dragen, en dat de nodige aandacht is besteed aan andere dan financiële onderwerpen. Aangezien geen documentatie (meer)¹¹⁷ beschikbaar is van hetgeen in de bijeenkomsten is besproken, is niet na te gaan of dit beeld juist is.

3. Periode tussen Adviesaanvraag 1 en Adviesaanvraag 2

- 3.1. Zoals door de Ondernemingskamer overwogen¹¹⁸ had het Bestuur, nadat het bekend werd met het gegeven van de Providence Lening en met de SFA-documentatie, het CMO over de relevante aspecten en de betekenis daarvan nader kunnen inlichten. Het Bestuur heeft dit nagelaten. Spaninks heeft hierover verklaard:

*"Ik kan me niet herinneren dat het bestuur heeft overwogen om, toen eenmaal duidelijk werd dat Bidco gefinancierd werd met een circa 50% achtergestelde aandeelhouderslening met 'opgerolde' rentebetaling (equity in financiële maar niet juridische zin), hierover terug te komen bij het CMO. Naderhand heb ik er nog over nagedacht en was het in mijn beleving ook niet van belang geweest. Immers Adviesaanvraag I ging over de overname en garantstelling, dat was afgehandeld. Vervolgens bleek hoe de financiering zou worden vormgegeven. Bij Adviesaanvraag II, die op de debt push down zag, hebben we het CMO uitvoerig meegenomen."*¹¹⁹

¹¹⁶ Bijlage IV, pagina 3 onder Algemeen, idem de brief van het CMO aan Kloos van 16 juni 2010

¹¹⁷ Gortemaker heeft verklaard nooit notulen te hebben ontvangen van de overlegvergaderingen, gespreksverslag vraag 4.

¹¹⁸ Beschikking rov. 3.8 halverwege

¹¹⁹ Gespreksverslag Spaninks, vraag 10, 5^e alinea

4. Adviesaanvraag 2

- 4.1. In de op 3 september 2010 door het Bestuur aan het CMO gezonden Adviesaanvraag 2 vraagt het Bestuur het CMO te adviseren over het voorgenomen besluit tot de Fusie tussen NCC en Catalpa N.V. Het Bestuur heeft van die gelegenheid geen gebruik gemaakt om het CMO alsnog te informeren over de relevante aspecten van de SFA en de Providence Lening, en over de betekenis daarvan.
- 4.2. In Adviesaanvraag 2 is:
- NCC beschreven als *"een zogenaamde 'lege' houdstermaatschappij waarin geen daadwerkelijke activiteiten zijn ondergebracht"*. Niet is vermeld dat NCC in zoverre niet leeg was dat het schuldenaar was onder de SFA en onder de Providence Lening;
 - niet vermeld dat als gevolg van de Fusie de onderneming van Catalpa aansprakelijk zou worden voor de verplichtingen van NCC uit hoofde van de Providence Lening en uit hoofde van de Term Loans;
 - niet vermeld welke – op dat moment nog te vestigen – zekerheden voor welke verplichtingen door welke groepsvennootschap gevestigd zouden worden. De toelichting beperkt zich tot *"Door het effectueren van de fusie zal het hiervoor geschetste verbod verdwijnen en wordt aangenomen dat de groepsmaatschappijen van Catalpa zekerheden kunnen stellen en garanties mogen afgeven onder de aangepaste financieringsstructuur."*
 - niet toegelicht waarom in Adviesaanvraag 1 is gesteld: *"Het is evenwel mogelijk dat het in het kader van de financieringsstructuur noodzakelijk zal zijn om de juridische structuur aan te passen. Een dergelijke aanpassing zou in dat geval echter plaatsvinden op holdingniveau en niet op het niveau van Catalpa N.V. of haar dochtermaatschappijen (...)."*; terwijl in Adviesaanvraag 2 advies wordt gevraagd over een voorgenomen fusie welke wel op het niveau van Catalpa N.V. plaatsvindt.
- 4.3. Er zijn twee bijeenkomsten geweest in verband met Adviesaanvraag 2, te weten:
- op 20 september 2010 een voorbespreking tussen Kloos, het CMO-bestuur, Gortemaker en De Ru;
 - op 27 september 2010 een overlegvergadering tussen Kloos, de leden van het CMO en, gedurende ongeveer 2 uur, Gortemaker.
- 4.4. De Ru heeft over het vooroverleg van 20 september 2010 het volgende verklaard: *"Ik ben niet betrokken geweest bij het tweede CMO traject. Op verzoek van Manuela en Sabine ben ik wel op 20 september bij een bespreking geweest met Sabine, Manuela en een afvaardiging van het CMO. Volgens mij was dhr. Gortemaker als adviseur van het CMO daar ook bij. Ik heb een toelichting gegeven op 2:98c BW en waarom banken een voorkeur hebben voor het naar beneden duwen van de bankschuld/een"*

debt push down uitvoeren, en of een fusie in dit kader gebruikelijk is in overnamefinancieringen. In mijn herinnering hebben we niet over de achtergestelde aandeelhoudersleningen gesproken – mijn rol was zoals gezegd beperkt tot de bankfinanciering. Ik heb toen op verzoek van het CMO in een kort briefje bevestigd dat het doen van een fusie niet ongebruikelijk is in overnamefinancieringen met het oog op 2:98c BW."

- 4.5. Voorafgaand aan de twee bijeenkomsten, op 14 september 2010, had Nielen Schuman de finale versie van het Nielen Schuman rapport gepresenteerd aan het Bestuur. Spaninks heeft hierover het volgende verklaard:

"We hebben het CMO in mijn beleving goed geïnformeerd, (...) hoewel het achteraf gezien jammer is dat dit niet in voldoende mate uit Adviesaanvraag II blijkt. We hebben het CMO meegenomen in het Nielen Schuman rapport waarin ook allerlei stress-scenario's waren opgenomen en uitleg stond over het hele proces waaronder de debt push down en de achtergestelde lening. Als ik me goed herinner hebben we het CMO het Nielen Schuman rapport ook verstrekt (ik weet overigens niet of we het al voor de bijeenkomst hierover hebben toegestuurd) en vooral ook met ze hebben doorgenomen. Dit blijkt ook uit interne stukken van het CMO en een verklaring van het CMO een aantal jaar later waarin ze aangeven met het bestuur alle scenario's, inclusief het worst case scenario, te hebben doorgenomen¹²⁰. Er waren geen andere scenario's dan in het Nielen Schuman rapport. We hebben hierin absoluut transparant opgetreden, we hebben ons best gedaan om ze in de structuur mee te nemen, ook omdat het nieuwe materie voor ze was. Het deed overigens ook geen pijn om transparant te zijn, in de scenario's van het Nielen Schuman rapport was immers rekening gehouden met de effecten van de Providence lening, en omdat de rente op die lening 'opgerold' werd en de lening achtergesteld zagen wij daarin ook niet een heel groot risico. Achteraf kan je er anders naar kijken, maar we zijn er destijds heel open over geweest en hebben niets achtergehouden."¹²¹

- 4.6. De leden van het CMO-bestuur en Gortemaker hebben geen herinnering aan het Nielen Schuman rapport of aan een toelichting daarop¹²². Gortemaker heeft verklaard:

¹²⁰ In productie 24 van het Verweerschrift bevestigt Hildebrand dat er een bijeenkomst is geweest waarin meerdere scenario's zijn besproken. Immink heeft hierover aan de onderzoekers verklaard dat tijdens de overlegvergadering ten behoeve van Adviesaanvraag 1 (hij kan zich niet herinneren bij de overlegvergadering ten behoeve van Adviesaanvraag 2 aanwezig te zijn geweest) verschillende scenario's zijn besproken: "*Verschillende financiële toekomstscenario's – van positieve tot negatieve marktverwachtingen – zijn aan ons toegelicht. Gortemaker zei dat ook in het minst positieve scenario dat werd getoond de voorgenomen financiering van de overname zodanig was, dat de financieringslasten te dragen zouden zijn. Daar ben ik op afgegaan, als onze financieel adviseur zoiets zegt dan geeft dat een goed gevoel. Ik weet niet wie die verschillende scenario's had opgesteld.*"

¹²¹ Gespreksverslag Spaninks, vraag 10, in 5^e alinea.

¹²² Gespreksverslag Hildebrand in vraag 20, Gortemaker op vragen 13 en 14, Ellenbroek op vragen 14 en 15, Immink op vraag 16.

*"(...) herinner ik mij niet het Nielen Schuman rapport te hebben gezien. Ik merk daarbij op dat indien ik het wel had gezien en ontvangen, ik hoogstwaarschijnlijk een kopie daarvan zou hebben gemaakt en in mijn papieren dossier zou hebben bewaard. Dat pleeg ik namelijk te doen met belangrijke stukken. Ik kan mij niet herinneren dat dat rapport met mij is doorgenomen."*¹²³ Gortemaker heeft voorts verklaard zich niet te herkennen in de alinea's 2.28.5 tot en met 2.28.9 van het Verweerschrift¹²⁴, waarin – kort samengevat – wordt gesteld dat het Bestuur alle aspecten van de Fusie met het CMO had doorgenomen.

- 4.7. De onderzoekers vermoeden, vanwege de sterke overtuiging van Spaninks en Kloos en de verklaring van Hildebrand dat de naam Nielen Schuman haar wel bekend voorkwam¹²⁵, dat het Nielen Schuman rapport niet is verstrekt aan het CMO bestuur of Gortemaker, maar dat het bestaan ervan en mogelijk de inhoud wel op enige wijze met het CMO bestuur en Gortemaker is besproken. Wat betreft Gortemaker ligt dat, gezien zijn rol als financieel adviseur van het CMO, naar de inschatting van de onderzoekers ook wel voor de hand. Er is hierover echter niets komen vast te staan. De vraag of het Nielen Schuman rapport met het CMO en Gortemaker is gedeeld is aan de orde gekomen omdat Spaninks¹²⁶ en – weliswaar minder stellig – Kloos¹²⁷ het standpunt innemen dat het CMO door middel van dat rapport is geïnformeerd over (in de woorden van Spaninks) *'het hele proces waaronder de debt push down en de achtergestelde lening'*. De onderzoekers menen dat zelfs als de inhoud van het Nielen Schuman rapport zou zijn besproken, wat dus niet is komen vast te staan, hieruit niet volgt dat het CMO en Gortemaker juist en volledig zijn voorgelicht en dat daarbij op zodanige wijze bij de advisering over de Fusie zijn betrokken dat de medezeggenschapsrechten van het CMO zijn gerespecteerd ten aanzien van *'het hele proces waaronder de debt push down en de achtergestelde lening'*. Zij menen dat het Nielen Schuman rapport niet bedoeld en niet toereikend is om de gevolgen van de Fusie te begrijpen, al was het maar omdat het Nielen Schuman rapport onvoldoende informatief is over de Providence Lening (deze is, gezien de aan Nielen Schuman verstrekte opdracht, alleen opgevoerd ten behoeve van het eventuele effect van de rente-aftrek, waarbij als uitgangspunt een omvang van €145 miljoen is genomen en niet de werkelijke omvang van € 225 miljoen).

¹²³ Gespreksverslag Gortemaker, vraag 14.

¹²⁴ Gespreksverslag Gortemaker, vraag 20.

¹²⁵ Gespreksverslag Hildebrand vraag 20.

¹²⁶ Gespreksverslag Spaninks, vraag 10, 5^e alinea.

¹²⁷ Gespreksverslag Kloos, vraag 19.

- 4.8. Aan de hand van de verzamelde herinneringen van het CMO-bestuur¹²⁸, Immink¹²⁹ en Gortemaker¹³⁰ ontstaat het beeld dat tijdens de bijeenkomsten van 20 en 27 september 2010 is besproken dat de Fusie in het verlengde lag van Adviesaanvraag 1 en daarop een logisch vervolg was, dat de banken in verband met het *financial assistance* verbod eisten dat de Fusie zou plaatsvinden, dat als gevolg van de Fusie Catalpa aansprakelijk zou zijn voor de Bankfinanciering en dat de Fusie zou leiden tot een vereenvoudiging van de juridische structuur. Zij hadden allen de herinnering dat het een eenvoudige vervolgstap op Adviesaanvraag 1 betrof.
- Aangezien geen documentatie (meer) beschikbaar is van hetgeen in de bijeenkomsten is besproken, is niet na te gaan of dit beeld juist is.

5. Bevindingen onderzoekers

- 5.1. De onderzoekers concluderen als volgt. Het Bestuur heeft het adviestraject met grote daadkracht ingezet en heeft, ook al wist het over de financiering door Providence niet meer dan bleek uit het bod van Providence, voorafgaand aan het aangaan van de SPA zowel de besluiten over de Overname als de financiering betrokken in Adviesaanvraag 1. Het heeft in Adviesaanvraag 1 aangegeven dat Catalpa aansprakelijk zou worden voor de verplichtingen uit de verschillende leningen/faciliteiten onder de SFA, in hoofdsom in totaal ten hoogste € 280 miljoen, en dat het daarvoor zekerheid jegens de banken zou moeten stellen. Echter, niet is gebleken dat:
- a. het Bestuur het CMO bij Adviesaanvraag 1 heeft uitgelegd dat er sprake was van verschillende fases, dat in eerste instantie Catalpa slechts zou toetreden tot de – aan Catalpa ten goede komende – Capex-faciliteit en RCF en dat pas later, als gevolg van de door de banken vereiste Fusie, Catalpa ook aansprakelijk zou zijn voor de door NCC aangegane verplichtingen onder de Term Loans;
 - b. het Bestuur aan het CMO heeft opgegeven welke zekerheid door welke groepsvennootschap aan de banken verstrekt moest worden;
 - c. nadat het Bestuur op de hoogte was gekomen van het voornemen van Providence om een deel van de koopprijs te financieren met de Providence Lening, het een verband heeft gelegd met de in Bijlage 2 van Adviesaanvraag 1 opgenomen verklaring van Providence en het CMO hierover nader heeft geïnformeerd. Evenmin heeft het Bestuur ter gelegenheid van Adviesaanvraag 2 het CMO over de het bestaan, de achtergrond en de betekenis voor Catalpa van de Providence Lening geïnformeerd.

¹²⁸ Gespreksverslag Hildebrand in vraag 15; Ellenbroek op vragen 12 en 13

¹²⁹ Gespreksverslag Immink, vraag 15.

¹³⁰ Gespreksverslag Gortemaker, vraag 11.

- 5.2. Het Bestuur had, ook al ging het ervan uit dat de Providence Lening als eigen vermogen kwalificeerde, tenminste het CMO moeten informeren over de Providence Lening en een nadere uitleg moeten geven over de verklaring van Providence dat het *'de overnamesom voor meer dan 50% met eigen vermogen financiert'*.
- 5.3. In Adviesaanvraag 2 heeft het Bestuur de indruk gewekt dat de Fusie slechts strekte tot een juridisch eenvoudiger structuur, terwijl in werkelijkheid door de Fusie de *debt push down* van de Banklening en de Providence Lening werd gerealiseerd. Door deze door het Bestuur gekozen handelwijze heeft het CMO geen besef gehad of kunnen hebben van hetgeen hiervoor onder 5.1 is vermeld.
- 5.4. Het CMO is zodoende onvoldoende in de gelegenheid gesteld om zijn werk te doen. Onderzoekers concluderen dat het Bestuur het CMO in het kader van de Adviesaanvragen niet juist en volledig heeft geïnformeerd en zodoende de medezeggenschapsrechten van het CMO onvoldoende heeft gerespecteerd.

6. Onderzoeksvraag 2 (belangenafweging)

Vraagstelling

- 6.1. De curator heeft, blijkens de Beschikking (r.o. 3.1.c) aangevoerd dat het Bestuur geen kenbare, laat staan een voldoende, afweging gemaakt heeft van de voor- en nadelen van de Transactie, waaronder die van financiële aard, om tot een gedegen besluitvorming te komen, terwijl de Transactie Catalpa heeft opgezadeld met een aanzienlijke schuldenlast omdat de overname grotendeels met vreemd vermogen is gefinancierd. De totale financiële consequentie van de Transactie was dat de onderneming van Catalpa € 425 miljoen meer schuld kreeg te dragen. De financiële analyse van Nielen Schuman van 13 augustus 2010 (het Nielen Schuman Rapport I) vond plaats onder grote tijdsdruk en ging, evenals het tweede rapport (het Nielen Schuman Rapport II), uit van verkeerde informatie over de hoogte van de Providence Lening; het Bestuur had zich niet op deze rapporten mogen verlaten. Het Bestuur heeft er ook geen blijk van gegeven dat het gedetailleerde informatie over de Transactie heeft ingewonnen, zelfs niet toen het daarvoor meer tijd kreeg, namelijk in aanloop naar de voorgenomen Fusie.
- 6.2. De Ondernemingskamer heeft in r.o. 3.11 en 3.12 het volgende overwogen:
"3.11 Het bestuur dient bij een transactie als de onderhavige vooraf een evenwichtige analyse te maken van de voor- en nadelen van het voorgenomen besluit. Daartoe is een goed doorwerkte, onafhankelijke rapportage geïndiceerd, die hier ontbreekt; A&O heeft niet alleen het bestuur geadviseerd, maar ook verkoper Bencis/Benca. De onder grote tijdsdruk tot stand gekomen high level analyse in het Nielen Schuman Rapport I – reeds

een dag na de opdracht op schrift gesteld, slechts drie dagen voor closing – ging uit van “op onderdelen incomplete informatie” (...) en deels van onjuiste informatie (...) en is om die redenen niet evenwichtig te noemen. Toch heeft het bestuur mede op basis van dat rapport het besluit van 16 augustus 2010 genomen – wetende dat die analyse door Nielen Schuman “still ongoing” was (...) – met als gevolg dat de aandelen Catalpa konden worden geleverd aan NCC. De woorden “subject to due completion of the analysis” in de comfort letter zijn daarmee zinledig, omdat het bestuur dat besluit niet meer kon terugdraaien als de finale analyse van Nielen Schuman toch tot een andere conclusie zou strekken. Ook kan het bestuur zich in de uitoefening van zijn bestuurstaak uit de aard der zaak niet verschuilen achter het bedongen voorbehoud van bekrachtiging van zijn besluit door de ná closing in te stellen raad van commissarissen. Onvoldoende is voorts de enkele vaststelling dat de lasten voor de onderneming volgens de deskundigen juridisch geoorloofd en financieel op te brengen zouden zijn. Ook ter zitting is onduidelijk gebleven welke voordelen de transactie met de gehanteerde financieringsconstructie – de onderneming wordt verkocht maar krijgt vervolgens zelf een molensteen om de nek gehangen in de vorm van een schuld van € 500 miljoen – voor de onderneming had, dan wel welk belang van de onderneming van Catalpa met die constructie was gediend. Ter zitting hebben de bestuursleden verklaard dat hun van meet af aan duidelijk was dat de overnamesom in zijn geheel een schuld voor de onderneming zou worden. De (niet financiële) argumenten die volgens het bestuur daartegenover stonden om desondanks op de gekozen wijze te bewilligen in de overname zijn niet gesubstantieerd. In het Bestuursmemorandum (...) staat dat de ervaring van Providence in de onderwijssector een belangrijke factor is die een duidelijk toegevoegde waarde heeft voor Catalpa. Wat daarmee precies wordt bedoeld is onduidelijk. Niet gebleken is dat Catalpa voorafgaand aan het besluit enig plan heeft gemaakt gericht op het realiseren van die meerwaarde of een begroting heeft gemaakt van de veronderstelde toegevoegde waarde, laat staan dat het bestuur een daadwerkelijke afweging heeft gemaakt tussen die toegevoegde waarde en de evidente nadelen van de debt push down. Het heeft er alle schijn van dat het bestuur geen gedegen, integrale afweging van alle betrokken belangen bij de aan de overname onlosmakelijk verbonden financieringsconstructie heeft gemaakt, hetgeen wel zijn taak was.

3.12 Zo was bijvoorbeeld het rentepercentage van de Providence Lening van 15% per jaar ook in 2010 zeer fors te noemen. De vraag is of de voorwaarden van die lening – de hoogte van de rente en het feit dat rente niet werd afgedragen maar bijgeschreven – marktconform waren. Een belangrijke kwestie was verder de fiscale aftrekbaarheid van de rente op deze lening. Nielen Schuman heeft het bestuur geadviseerd daarover additionele bevestiging (“comfort”) te zoeken. Naar aanleiding daarvan zou het bestuur volgens de verklaring van A&O aanvullend advies hebben gevraagd aan A&O. Voor de vraag of de over de Providence Lening te betalen rente aftrekbaar was, was volgens A&O van belang dat de Providence Lening werd verstrekt door een ander Providence fonds dan het fonds dat de

aandelen in de Nederlandse tophoudster hield. Of de leninggever van de Providence Lening wel of niet "gelieerd" was aan Bidco, kon A&O zonder nadere informatie echter niet beoordelen. Daar is die analyse blijven steken, zo blijkt uit het Bestuursmemorandum: "information neither we nor Allen & Overy have verified" (...). Er is ook bijvoorbeeld geen garantie verstrekt door de aandeelhouder voor het geval de rente niet aftrekbaar zou blijken te zijn, een risico dat, naar later bleek, geenszins slechts denkbeeldig was (...)."

Aanpak

- 6.3. De vraag is, kort gezegd, of het Bestuur naar behoren is opgekomen is voor de belangen van Catalpa ten aanzien van de Transactie en een goede afweging van belangen heeft gemaakt. Hierbij onderscheiden de onderzoekers het handelen van het Bestuur in het traject van respectievelijk de Overname, de financiering en de Fusie, hoewel deze in belangrijke mate met elkaar samenhangen.

Overname

- 6.4. Het Bestuur heeft, toen Bencis besloten had het verkooptraject in gang te zetten, op een actieve en positieve wijze zijn medewerking verleend in het verkooptraject. Spaninks heeft hierover het volgende verklaard:
- "Als ik mij goed herinner besloten we in december 2009 dat het Strategieplan 2010-2013 gemaakt moest worden. We hebben het zelf geschreven en omstreeks februari 2010 vastgesteld. Het bestuur vond het belangrijk om het plan te schrijven, niet alleen om in een exit aan een gegadigde te kunnen uitleggen waarheen je wilt gaan, maar ook om een goede koper te kunnen selecteren."*

En:

"Van maart 2010 tot aan juni 2010 heb ik bij wijze van spreken gewoond in Amsterdam. Er waren erg veel besprekingen, met de banken, met mogelijke bidders, met adviseurs etc. De inhoud van het IM kwam van het bestuur, de inhoud van het VDD [Vendor Due Diligence, onderzoekers] kwam van het bestuur. Wij waren overal zeer intensief bij betrokken, dat was logisch want wij kenden de (financiële) situatie binnen de onderneming het beste en waren dus het beste in staat om alle informatie aan te leveren. We wilden zelf ook intensief betrokken zijn, want wij wilden zoveel mogelijk controle houden. De keuze voor de toekomstige partij was ook voor de onderneming van cruciaal belang. Wij hebben alle 1.274 vragen uit het VDD beantwoord, hier en daar overigens wel met steun van een externe adviseur. (...) Ook met onze Raad van Commissarissen hebben wij regelmatig bijgepraat. 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 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.”¹³¹.

- 6.5. Het Bestuur zag in de verkoop een kans voor Catalpa om de beschikking te krijgen over de middelen om de bestaande *buy & build* strategie verder uit te kunnen voeren. Spaninks heeft hierover het volgende verklaard:

“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.”¹³²

En

“In de eerste helft van 2009 keken wij ook naar mogelijkheden in het buitenland. (...) We deden dit omdat we voorzagen op enig moment klaar te zijn in Nederland, op een gegeven moment word je namelijk je eigen concurrent. Om overnames te kunnen doen in het buitenland hadden we een serieuze overname-kas nodig. In mijn hoofd was de buitenlandse ambitie reëler en groter dan dat nu uit de stukken blijkt. (...) Het was een rommelige tijd [onderzoekers: de periode waarin enkele bestuurswisselingen plaats vonden] waardoor de ambitie om buitenlandse overnames te doen naar de achtergrond verdween. 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. (...) 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.

Toen derhalve de overname van Catalpa werd voorbereid heeft het bestuur aangegeven een ruim bedrag beschikbaar te willen krijgen zodat de strategie kon worden geïmplementeerd zonder dat elke keer het bestuur tijd kwijt was voor het financieren van overnames en dergelijke. Het bedrag van EUR 40 miljoen was om die reden opgenomen in het Stapled Finance voorstel en was daarmee ook aan bieders bekend gemaakt. Het bedrag was enigszins arbitrair, het was lastig om te bepalen waar we

¹³¹ Gespreksverslag Spaninks vragen 2 en 6

¹³² Gespreksverslag Spaninks vraag 4

behoefte aan zouden hebben. We hebben als bestuur hoog ingezet en dat bedrag is overgenomen. Ik denk dat het ook mogelijk was geweest een hoger bedrag op te nemen. Dat zou ook niet zo spannend zijn geweest. Het ging namelijk om kredietruimte die we niet meteen zouden trekken. We zouden dus niet direct een schuld aangaan. We zouden in de toekomst steeds per overname moeten bekijken of het verstandig was gebruik te maken van de beschikbare kredietruimte. Waar het ons om ging, is dat we de beschikking kregen over vaste kredietruimte, zodat we niet meer een rondgang langs banken hoefden te doen als een interessante overnamemogelijkheid zich aandeede.”¹³³

- 6.6. Ook oordeelde het Bestuur dat enige diversificatie van de diensten van Catalpa nodig was vanwege mogelijke toekomstige verzadiging van de vraag naar opvang in Nederland. Het Bestuur heeft verklaard positief te zijn geweest over Providence vanwege de ervaring van Providence op het gebied van onderwijs, de internationale achtergrond en de affiniteit die Providence leek te hebben met het soort organisatie dat Catalpa voerde. Spaninks heeft hierover verklaard:

“We hadden geen grote keuze, we hadden het te doen met de bidders die er waren. Onze eigen voorkeur was eerder uitgegaan naar een strategische partij, maar die dienden zich niet aan. In het Strategieplan 2010-2013 was een onderdeel business development opgenomen omdat we inzagen dat een uitsluitende focus op kinderopvang riskant kon zijn. Kinderopvang is namelijk sterk overheid-gereguleerd dus in zoverre onzeker. Ongeacht de overheidsregels zal er altijd een zekere vraag zijn naar kinderopvang. In die zin is de kinderopvang-business niet zeer onzeker. Wel is het zo dat het bestuur het destijds verstandig achtte om enige diversificatie aan te brengen in de aangeboden diensten teneinde eventuele schommelingen in of verzadiging van de vraag naar opvang op te vangen. Wij hebben om die reden nagedacht over risicospreiding door het bieden van aanpalende diensten. In die periode, in 2010, ontstond vanwege de Wet Onderwijs voor basisscholen de verplichting om voor (BSO)kinderen een doorgaande leerlijn mogelijk te maken, een activiteitenaanbod te maken gericht op ontwikkeling (de zgn. ‘brede school’). Voor Catalpa was een samenwerking met onderwijs dus een logische richting. Providence was van de bidders voor ons de meest aansluitende partij, met internationale kennis en aanpalende kennis op het gebied van onderwijs. En ze stonden volledig achter onze strategie en decentrale benadering van lokaal ondernemerschap. Het voelde goed voor ons, het gaf ‘cultureel’ meer affiniteit dan de andere partijen.”¹³⁴

- 6.7. Anders gezegd, Providence had de voorkeur van het Bestuur. Mede gezien de verklaring van Van Gessel en Van Kesteren (zie in Hoofdstuk II onder 1.6) moet de

¹³³ Gespreksverslag Spaninks, vraag 4

¹³⁴ Gespreksverslag Spaninks vraag 5.

onderbouwing met de ervaring van Providence op het gebied van onderwijs gerelativeerd worden. Ook het door Spaninks genoemde onderdeel Business Development (onderdeel 7.3 van het Strategieplan 2020-2013) rept niet over onderwijs.

- 6.8. In de laatste biedingsronden hebben vijf partijen een bod uitgebracht op Catalpa. De in die biedingen genoemde koopprijzen varieerden van € 427 miljoen tot € 512 miljoen. Met de hoogste drie bidders is verder gesproken. Van die drie viel een partij voor het Bestuur af vanwege investeringen in de defensie-industrie, waarna twee bidders, waaronder Providence, overbleven. Van Gessel, oprichter en managing director van Bencis en destijds lid van de raad van commissarissen van Aplatac B.V., de indirect aandeelhouder van Catalpa N.V., heeft verklaard dat de voorkeur van Bencis uitging naar BC Partners *“vanwege de concreetheid van de bieding en concreetheid van hun team”*.¹³⁵ Het Bestuur gaf echter de voorkeur aan Providence, zie hiervoor. De raad van commissarissen heeft toen op basis van de door het Bestuur aangevoerde argumenten die voorkeur van het Bestuur gesteund.
- 6.9. De koopovereenkomst is aangegaan tussen Benca en NCC, Catalpa of de Bestuurders van Catalpa waren daarbij geen partij. De Bestuurders hebben de overeenkomst wel medeondertekend, maar uitsluitend om zich te verbinden om geen van de handelingen bedoeld in artikel 5.2 van de koopovereenkomst¹³⁶ te verrichten. De Overname kwam tot stand door het passeren van de levering van de aandelen Catalpa, waarbij de betrokkenheid van (het bestuur van) Catalpa beperkt was tot het erkennen van die levering.
- 6.10. Het Bestuur heeft wel oog gehad voor de in zijn ogen wel buitengewoon hoge kosten voor de Overname en de financiering (circa € 30 miljoen).¹³⁷ Het heeft geprobeerd om van Providence een specificatie van de kosten te krijgen en is hierop ook later in het Bestuursmemorandum teruggekomen. Spaninks heeft hierover het volgende verklaard: *“Wij hebben inderdaad diverse malen om een specificatie van deze kosten gevraagd, maar nooit antwoord daarop gekregen, anders dan dat men zei dat deze kosten ‘gebruikelijk’ waren. Voor mij was echter van belang dat ook deze hoge kosten geen belemmering zouden zijn voor de uitvoering van onze plannen voor na de overname. Daarom was het rapport Nielen Schuman voor ons heel belangrijk want daaruit bleek dat Catalpa de financiering, waarvan een deel was aangewend voor betaling van*

¹³⁵ Gespreksverslag Van Gessel en Van Kesteren, vraag 1.

¹³⁶ Kort gezegd: handelingen gericht op het onttrekken van waarde aan de vennootschap of onderneming in de periode tussen de ondertekening van de koopovereenkomst en de overdracht van de aandelen.

¹³⁷ O.a. gespreksverslag Peters, vraag 34 en Bestuursmemorandum van 27 september 2010 (prod. 53 bij Verzoekschrift) sub 4.7.

*de transactiekosten, kon dragen. Maar het deed wel pijn en is het een open punt gebleven.*¹³⁸

Bij het voornemen om deze kwestie, ook via de Providence commissarissen, die immers vrijwel meteen na Closing zouden aantreden, aan de orde te stellen is het echter gebleven: het Bestuur heeft geen verdere actie hierover ondernomen.

*Financiering*¹³⁹

- 6.11. Het Bestuur had te beoordelen of het toetreden tot de SFA in het belang van Catalpa was, en moest de voor- en nadelen daarvan afwegen. Zoals hiervoor onder meer onder IV.2.7 beschreven trad Catalpa op Closing uitsluitend toe tot de twee kredietfaciliteiten van de Bankfinanciering, te weten de Capex faciliteit en de RCF, beide voor relatief beperkte bedragen. Het trad nog niet toe tot de – veel belangrijkere – Term Loans A en B. In het licht van de door de banken verlangde Fusie (zie hierna onder 6.17 e.v.) was het voor het Bestuur echter van groot belang om zich ook te verdiepen in (de bepalingen van) de Term Loans, want door de Fusie zou Catalpa aansprakelijk worden voor deze Term Loans. Weliswaar waren de Term Loans pas van belang in het kader van het besluit om al dan niet mee te werken aan de Fusie, maar het Bestuur nam (terecht) als uitgangspunt dat indien Catalpa voor die leningen aansprakelijk zou worden, deze al ten tijde van de voorbereiding op de Closing beoordeeld moesten worden.¹⁴⁰
- 6.12. Na aanvaarding van het bod van Providence heeft Providence de overnamestructuur en Bankfinanciering vormgegeven. Catalpa speelde hierin geen rol. Weliswaar heeft Providence de Bankfinanciering gestructureerd overeenkomstig het mede door het Bestuur vorm gegeven Stapled Finance voorstel, maar bij de uitwerking daarvan door (de adviseurs van) Providence en de betrokken banken was Catalpa niet betrokken. De SFA is aangegaan tussen de Parent, NCC en de banken. Catalpa of de Bestuurders van Catalpa waren hierbij geen partij.
- 6.13. Spaninks heeft ten aanzien van de vormgeving van de Bankfinanciering het volgende verklaard:
- "Wij zijn niet betrokken geweest bij de onderhandelingen over de financieringsdocumentatie. Die onderhandelingen zijn uitsluitend door Providence gevoerd, wat ook logisch was omdat de bankfinanciering op het niveau van Bidco werd aangegaan. We kregen pas laat inzicht in de documentatie, ergens eind juli 2010, begin augustus. We hebben [De Ru] gevraagd om de documentatie vanuit juridisch oogpunt te beoordelen,*

¹³⁸ Gespreksverslag Spaninks, vraag 32.

¹³⁹ In dit onderdeel wordt buiten beschouwing gelaten dat Catalpa op closing de bestaande bankfinanciering deels heeft afgelost uit eigen middelen en deels heeft geherfinancierd met een lening van Bidco.

¹⁴⁰ O.a. gespreksverslag Spaninks vraag 17.

en Nielen Schuman om naar de inhoud te kijken. Beide vonden de SFA een goed onderhandeld document. Ik vermoed dat ik de SFA zelf ook gelezen heb en er vragen over heb gesteld, zo werk ik in de regel. In essentie zijn de convenanten bepalend, die waren redelijk standaard en redelijk ruim (dat blijkt ook uit de analyse van Nielen Schuman). Dit was mijn eerste financiering van deze omvang met deze (standaard) documentatie. Naderhand heb ik er meer gedaan, en telkens komt het toch op hetzelfde aan, te weten de bewegingsruimte onder de convenanten.

De omvang van de bankfinanciering hadden we bij het formuleren van het Stapled Finance voorstel al beoordeeld en doorgerekend. De essentie kenden we dus al. In die zin was het geen probleem dat we als bestuur de financieringsdocumentatie pas heel kort voor de closing onder ogen kregen. Als gezegd, we hebben ons toen gericht op de convenanten en dat was alles. Op closing traden we alleen toe tot de Capex en de Revolver, dus dat was op dat moment nog beperkt. Maar omdat we ook wel snapten dat de gehele bankfinanciering ten laste van Catalpa zou komen heb ik in die dagen voor de closing wel naar het hele plaatje gekeken.”¹⁴¹

- 6.14. Geen van de leden van het Bestuur had ervaring met financieringen zoals de SFA. Het heeft zich juridisch laten adviseren. Volgens verklaring van advocaat De Ru van A&O is hierbij aan de orde gekomen dat de SFA gebaseerd was op een gebruikelijk model en in die zin marktconform met gebruikelijke bepalingen. De advocaat heeft de belangrijkste bepalingen van de overeenkomst met het Bestuur doorgenomen (met name de convenanten, en de rente- en aflossingsbepalingen en de verplichtingen die op Catalpa zouden komen te rusten wanneer Catalpa zou toetreden) en een uitleg gegeven van wat die bepalingen betekenden voor de vennootschap, voor wat betreft verplichtingen en om te opereren in de dagelijkse gang van zaken.¹⁴²
- 6.15. In de SFA was de verplichting aan de Parent opgelegd om te bewerkstelligen dat na levering van de aandelen Catalpa, NCC en Catalpa N.V. een juridische fusie zouden aangaan¹⁴³. Het Bestuur realiseerde zich van meet af aan dat Catalpa zou worden belast met de gehele Bankfinanciering, maar wat betreft de Providence Lening lag dat anders. Spaninks verklaart daarover:
- “We wisten echter niet van meet af aan op welke manier Providence dit wilde bewerkstelligen. Wat betreft (2) de Providence lening konden we het een en ander afleiden uit een concept van de IA [Investment Agreement, onderzoekers] die we half of eind juli 2010 ontvingen. Op 30 juli 2010 ontvingen we het eerste funds flow statement, daaruit bleek pas echt duidelijk wat het plan was. A&O wees ons op de PCM beschikking. Op aangeven van A&O en naar aanleiding van de PCM casus hebben we toen*

¹⁴¹ Gespreksverslag Spaninks, vraag 16

¹⁴² Gespreksverslag Kodde en De Ru, vraag 4

¹⁴³ Artikel 27.33 SFA, prod 19 Verzoekschrift

besloten om Nielen Schuman in te schakelen, om nog een keer naar de bankfinanciering te laten kijken en ook naar het totaalplaatje, en om ze een stress test te laten doen op een aantal scenario's."¹⁴⁴

- 6.16. Nielen Schuman kreeg vlak voor de datum van de Closing van het Bestuur de opdracht als hiervoor onder II.3 omschreven. Het heeft op 13 en 14 augustus 2010 een korte eerste indruk gegeven welke geen directe aanleiding gaf tot zorg (*'de financiering redelijk conservatief is gestructureerd. De ruimte onder de covenants beoordeel ik als marktconform; de ruimte onder de DSCR zelfs boven marktconform'*). Vervolgens heeft het Bestuur op 16 augustus 2010 de Board Resolution¹⁴⁵ genomen en heeft Catalpa de documenten vermeld in Schedule 1 bij de Board Resolution getekend, waaronder de *accession letter* bij de SFA.

Fusie

- 6.17. Onderzoekers merken hierover het volgende op. In de formele procedure van een juridische fusie hebben de besturen van de bij de fusie betrokken rechtspersonen een actieve rol en zelfstandige beslissingsmacht ten aanzien van de totstandkoming van de fusie.
- 6.18. Het Bestuur had te beoordelen of het bewerkstelligen van de Fusie in het belang van Catalpa was, en moest zelfstandig de voor- en nadelen daarvan afwegen. Het feit dat de Parent, op dat moment een groepsmaatschappij van Catalpa N.V., onder de SFA verplicht was de Fusie te bewerkstelligen doet hieraan niet af. Het is in zoverre wel relevant dat het belang van Catalpa mede ingekleurd werd door het groepsbelang, waaronder het belang van Bidco en de Parent.
- 6.19. Als gevolg van de Fusie zouden de schulden van NCC (de verplichtingen uit de Term Loans en de Providence Lening) op de onderneming van Catalpa komen te rusten. In het geval het Bestuur niet zou meewerken aan de Fusie, had dit tot gevolg dat er een situatie van *default* onder de SFA zou ontstaan en de banken over zouden kunnen gaan tot opeising van de verplichtingen onder de SFA en uitwinning van de zekerheden (voor Catalpa: met in achtname van het bepaalde in artikel 2:98c BW). Voor Catalpa zou dit ingrijpende gevolgen kunnen hebben; behalve dat het geen toegang meer zou hebben tot de Capex-faciliteit en de RCF zouden de aandelen Catalpa uitgewonnen kunnen worden door de banken.
- 6.20. Hoewel de besluitvorming ten aanzien van de Fusie logischerwijs pas relevant was nadat NCC aandeelhouder was geworden, en hoewel de verplichting van de Parent

¹⁴⁴ Gespreksverslag Spaninks, vraag 17

¹⁴⁵ Verzoekschrift prod. 39

pas gold *'within the timeframes specified in the Structure Memorandum'*¹⁴⁶ terwijl het Structure Memorandum aangeeft dat *'After completion, Target will commence the process required to implement an upstream merger (...)'*¹⁴⁷, zocht Providence al voorafgaand aan de Closing zekerheid dat het Bestuur zou meewerken aan de Fusie. In het kader van de onderhandelingen over de Investment Agreement wees A&O het Bestuur op 3 augustus 2010 op de PCM beschikking en stelde in verband daarmee voor om in de Investment Agreement tekst op te nemen inhoudende dat de bestuurders, *"- voordat ze besluiten dat de Catalpa vennootschappen een deel van de acquisitie financiering op zich neemt - de belangen zorgvuldig zal afwegen en evt een financieel adviseur zal vragen om haar daarin bij te staan"*.¹⁴⁸ FF heeft op 4 augustus 2010 de door A&O voorgestelde tekst ingeperkt en heeft er, kort gezegd, aan toegevoegd dat de afweging van het Bestuur ten aanzien van de acquisitiefinanciering al gedaan was en dat daaruit volgde dat de *debt push down* in het belang van Catalpa was en dat benoeming van een financieel adviseur door het Bestuur onderworpen was aan de goedkeuring van Providence.¹⁴⁹ A&O heeft in reactie hierop en in de verdere onderhandeling over de betreffende tekst op 10 augustus 2010 eraan vastgehouden dat het Bestuur de corporate benefit analyse ten aanzien van de *debt push down* nog niet had gemaakt¹⁵⁰. Deze gang van zaken veroorzaakte ongenoegen bij Providence. Providence heeft dat ongenoegen kenbaar gemaakt en heeft geprobeerd druk op het Bestuur uit te oefenen zoals blijkt uit de email van Tabet aan Peters (zie hierna onder IV.8.10).

- 6.21. Spaninks en Kloos hebben, bij wijze van tegemoetkoming aan Providence, ingestemd met het bieden van enige zekerheid aan Providence door middel van het tekenen van een aan de Parent gerichte Comfort Letter. Spaninks verklaart daarover: *"De financiële last [onderzoekers: van het niet plaats hebben van de Fusie] lag dus in dat geval grotendeels bij Providence. Wel zouden we dan mogelijk in een lastige situatie terecht zijn gekomen omdat de relatie met Providence in dat geval mogelijk wel onder druk was komen te staan (...). In de praktijk echter loopt het anders, we werkten inmiddels met Providence en wilden samen een succes van de onderneming maken. In die geest is ook de Comfort Letter tot stand gekomen, we wilden voor closing comfort geven dat we zouden meewerken en er op voorhand een goed gevoel over hadden, maar dat wilde niet zeggen dat we niet alsnog 'nee' konden zeggen. (...)"*¹⁵¹

¹⁴⁶ Verzoekschrift prod. 19, Artikel 27.33 SFA.

¹⁴⁷ Verzoekschrift prod., 17 Blz 12 concept Structure Memorandum d.d. 13 augustus 2010.

¹⁴⁸ Verzoekschrift prod. 26.

¹⁴⁹ Verzoekschrift prod. 27, bijlage onderdeel 14

¹⁵⁰ Verzoekschrift prod. 28, bijlage onderdeel 17 (Debt/PCM considerations)

¹⁵¹ Gespreksverslag Spaninks, vraag 18 (haar 2^e deel)

- 6.22. In de Comfort Letter, die op 16 augustus 2010 is ondertekend¹⁵², verklaarde het Bestuur onder meer dat *'we will already commence with the preparation of the various steps set out in the Structure Memorandum forthwith after (...) today (including any required consultation procedures with the Company's Codetermination Board) and - subject, however to the due completion of the foresaid Analysis – that we shall be prepared to execute such further Documents and take such further steps on behalf of the Company as shall be required to implement the various steps set out in the Structure Memorandum.'*
- 6.23. Het Bestuur heeft over de totstandkoming van de Comfort Letter voorts verklaard: *"Wij wilden door, als we de Comfort Letter niet hadden afgegeven hadden we echt 'een ding' met Providence gehad. De Comfort Letter maakte voor ons de weg wat smaller om later nee tegen de fusie te zeggen. We durfden het aan om de Comfort Letter te tekenen omdat we al veel voorwerk hadden gedaan. Anders gezegd: ná deze brief zouden wij als bestuur alleen nog terug kunnen bij een duidelijk negatief advies van een extern adviseur zoals A&O of Nielen Schuman. We hadden als bestuur dus niet meer de ruimte om vanwege eigen overwegingen alsnog van de fusie af te zien. We hadden onze eigen afweging over belang en anderszins al gemaakt."*¹⁵³
- 6.24. Het Bestuur is niet eenduidig over de betekenis van de verklaringen in de Comfort Letter in het kader van de Fusie. Enerzijds verklaarde het Bestuur Catalpa's ruimte om medewerking aan de Fusie te weigeren door het tekenen van de Comfort Letter te hebben beperkt (zie de vorige alinea). Tegelijkertijd heeft het Bestuur verklaard dat het maximale ruimte had om, ook nog na het tekenen van de Comfort Letter, niet mee te werken aan Fusie. Spaninks heeft hierover verklaard als volgt: *"Wij hadden maximale ruimte om 'nee' te zeggen tegen de fusie, maar in de praktijk is het natuurlijk nooit zwart/wit. De banken wilden in mijn herinnering dat de bankfinanciering rechtstreeks op de werkmaatschappij zou drukken, ze zeggen uiteraard niets over de wijze waarop dat doel bereikt wordt. Ik weet niet in welk document de banken dat vastgelegd hebben, ik heb het niet meer kunnen vinden. Wij hebben geen alternatieven voor de fusie besproken in het bestuur, we zijn gaan werken vanuit het idee dat de fusie zou plaatsvinden. Vanuit dat uitgangspunt is Nielen Schuman aan de slag gegaan. We begrepen dat door fusie ook de Providence lening ten laste van Catalpa zou komen, maar volgens de cash flow berekening van Nielen Schuman was dit geen probleem. We hadden dus zeker nee kunnen zeggen tegen de fusie maar hebben geoordeeld dat hiervoor geen reden was."*¹⁵⁴

¹⁵² Verzoekschrift, prod. 38

¹⁵³ Gespreksverslag Spaninks, vraag 19

¹⁵⁴ Gespreksverslag Spaninks, vraag 18 (haar eerste deel)

- 6.25. Het Bestuur heeft geoordeeld dat de verplichtingen uit de Providence Lening geen reële belasting voor Catalpa vormden. Het heeft zich, mede op basis van het Nielen Schuman rapport, ervan overtuigd dat Catalpa de lasten van de Term Loans zou kunnen dragen en heeft het Fusietraject in gang gezet.
- 6.26. Samengevat heeft het Bestuur wat betreft de Bankfinanciering en de Providence Lening, die beide als gevolg van de Fusie naar Catalpa zouden doorzakken, geoordeeld:
- a. dat wat betreft de *Bankfinanciering* Catalpa de lasten kon dragen waarbij het Bestuur mede heeft vertrouwd op Nielen Schuman; en
 - b. dat wat betreft de *Providence Lening* deze geen reële belasting voor Catalpa zou vormen.

7. Bevindingen onderzoekers

- 7.1. Onderzoekers zullen nu ingaan op de vraag of het Bestuur naar hun mening bij al deze beoordelingen de belangen van Catalpa voldoende heeft afgewogen. Eerst staan zij stil bij de gemaakte belangenafwegingen bij elk van deze aspecten (A) Overname, (B) Bankfinanciering en (C) de Fusie en de Providence Lening, en zij sluiten af met (D) een beoordeling van de belangenafwegingen in het algemeen.

A. De Overname

- 7.2. Toen de beslissing in algemene zin tot verkoop van Catalpa N.V. door Bencis genomen was, was het voor Catalpa vooral van belang om een nieuwe aandeelhouder te krijgen die haar zou kunnen en willen ondersteunen bij het implementeren van haar strategie. Het Bestuur heeft, begrijpelijk¹⁵⁵, veel belang gehecht aan eenvoudige toegang tot € 40 miljoen voor overnames zodat het Bestuur slagvaardig de *buy & build* strategie zou kunnen implementeren, ook ten aanzien van overnames die het niet uit eigen middelen kon financieren. Providence leek in dit opzicht een goede partij. Hoewel het Bestuur zijn voorkeur voor Providence als nieuwe aandeelhouder mede onderbouwde met de ervaring van Providence op het gebied van onderwijs – wat daar overigens van zij - en de internationale ervaring, vindt deze onderbouwing geen aansluiting bij het Strategieplan 2010-2013. Ook had het Bestuur van de drie bidders in de laatste ronde bij Providence het beste 'culturele affiniteit'. Van Gessel en Van Kesteren, Catalpa's (indirecte) commissarissen, hadden voorkeur voor een andere gegadigde maar zijn het Bestuur tegemoetgekomen en hebben zijn voorkeur gevolgd. Onderzoekers menen dat het Bestuur binnen zijn – beperkte – mogelijkheden de belangen van Catalpa bij de Overname voldoende heeft afgewogen.

¹⁵⁵ Zie hierover vooral de verklaring van Spaninks, hiervoor sub IV.6.7. geciteerd

- 7.3. Wel had het Bestuur, als het de transactiekosten te hoog of onvoldoende onderbouwd vond, er niet in moeten berusten.

B. De Bankfinanciering

- 7.4. Wat betreft de Bankfinanciering volgen de onderzoekers het Bestuur dat de vormgeving hiervan in handen lag van Providence en de banken, en dat aan het Bestuur ten aanzien van de vormgeving daarvan slechts beperkte beslissingsmacht toekwam. De omvang van de leningen onder de SFA kwam overeen met die welke waren opgenomen in het door de adviseurs van Benca en het Bestuur opgestelde Stapled Finance voorstel. Voor het Bestuur speelde het Nielen Schuman rapport van september 2010 – opgemaakt naar aanleiding van de PCM beschikking – voor de beoordeling over het doorzakken van de Bankfinanciering naar Catalpa, een belangrijke rol. Zoals hiervoor in Hoofdstuk III onder 4.7 genoemd heeft Nielen Schuman in haar rapport¹⁵⁶ berekend dat, op basis van de aan het rapport ten grondslag gelegde uitgangspunten, Catalpa, kort gezegd, de lasten van Term Loans zou kunnen dragen. De daarbij gehanteerde stress scenario's waren afkomstig van het Bestuur, bij de formulering waarvan het Bestuur rekening kon houden met het advies van Bain over (1) beperkte prijselasticiteit en (2) beperkte concurrentie in deze markt. Nielen Schuman heeft in haar rapport onder meer door gerekend dat in vier van de vijf door het Bestuur aangedragen operationele stress scenario's de in de SFA afgesproken *leverage ratio* onder druk zou komen te staan. Het heeft aandacht gevraagd voor (1) het zo mogelijk voorkomen van inbreuken op de *financial covenants* in geval van tegenvallende financiële resultaten van Catalpa teneinde te vermijden dat een *default*-situatie zou ontstaan en de banken de schulden van Catalpa onder de SFA konden opeisen en hun zekerheden konden uitwinnen, althans een verbetering van hun voorwaarden zouden kunnen afdwingen, (2) aftrekbaarheid van de rente op de Providence Lening, (3) de conversie van de Providence Lening, en (4) het afdekken van de rente. Onderzoekers gaan nu in op de vraag wat het Bestuur met de eerste drie aanbevelingen vervolgens heeft gedaan. De vierde aanbeveling is door het Bestuur opgevolgd¹⁵⁷.

- 7.5. (1) *Voorkomen van inbreuken op covenants*

Het Bestuur had vóór de Closingsdatum van 16 augustus 2010 de financiële *covenants* in de SFA al doorgenomen met De Ru van A&O¹⁵⁸. Het heeft naar aanleiding van het Nielen Schuman rapport niet nogmaals advies van A&O gezocht of onderzocht op welke wijze het een potentiële default situatie zou kunnen voorkomen of ondervangen. Het heeft geen aanpassing gezocht van de overeengekomen *covenants* in de SFA.

¹⁵⁶ Verzoekschrift prod. 51

¹⁵⁷ Jaarverslag Catalpa Holding B.V. 2010, pag 4 ("The Company has about 70% of its interest hedged via an interest swap agreement.").

¹⁵⁸ Gespreksverslag Kodde en De Ru, vraag 4.

Het Bestuur heeft wel, blijktens het Bestuursmemorandum, aan de RvC aangegeven met Providence te willen bespreken welke vorm van toezegging door Providence aan Catalpa zou kunnen worden gedaan in geval van een *financial covenant breach* (in 7.4).

(2) de renteaftrekbaarheid

- 7.6. Zoals hiervoor onder in Hoofdstuk III onder 3.10 e.v. vermeld zou volledige aftrekbaarheid van de rente van de Providence Lening Catalpa na de Fusie een belangrijk belastingvoordeel opleveren.
- 7.7. Van de kant van Providence is volledige aftrekbaarheid van de rente op de Providence Lening als uitgangspunt genomen, overeenkomstig de door de adviseurs van Providence opgestelde Banking Case. Deloitte heeft op pagina 17 linksonder van haar Tax Structure Report d.d. 13 augustus 2010¹⁵⁹ hierover het volgende gesteld:
"In the proposed structure the sponsor fund advancing the debt holds no shareholding in neth holdco and none of the LP's of the sponsor funds are related parties or hold 33.3% or more in both funds. As such the debt fund should not be considered a related party and the interest denial rules should not apply."
Deloitte heeft overigens een duidelijk voorbehoud gemaakt: *"However, we have not undertaken a comprehensive transfer pricing analysis and the company should consider commissioning a transfer pricing analysis post closing to support the tax return filings and retain evidence that the bank debt and loans from sponsors II can be repaid from anticipated cash-flows including refinancing(s)"*¹⁶⁰
De onderzoekers merken op dat dit advies zich beperkt tot de constatering dat de gekozen structuur zodanig is dat deze niet zou moeten worden getroffen door regels die in de weg staan aan aftrekbaarheid, waarmee uiteraard nog geen opinie is afgegeven dat deze rente (geheel of ten dele) aftrekbaar is of redelijkerwijs zou moeten zijn.
- 7.8. Het Bestuur heeft het door Providence ingenomen uitgangspunt van volledige aftrekbaarheid overgenomen en het is ook door Nielen Schuman verwerkt in het rapport. Nielen Schuman waarschuwt hierbij echter wel dat *"the tax authorities are very strict on the tax deductability of interest on loans provided by shareholders. As the financial impact of non deductability can be material, we recommend to seek additional comfort on this topic."*¹⁶¹
- 7.9. Naar aanleiding van deze waarschuwing van Nielen Schuman besloot het Bestuur om dit punt aan de orde te stellen bij A&O. Advocaat Kodde van A&O verklaart hierover:

¹⁵⁹ Verzoekschrift prod. 16.

¹⁶⁰ Verzoekschrift prod. 16 pagina 15.

¹⁶¹ Verzoekschrift prod. 51 September rapport Nielen Schuman, p. 33, 3^e bullet point onderaan.

*"Wij zijn gevraagd om na te gaan of wij het advies van Deloitte konden volgen, niet om een zelfstandige analyse daarvan te maken. A&O heeft die – beperkte - check gedaan en bevestigd dat in de gekozen structuur de renteaftrek mogelijk zou moeten zijn, in de veronderstelling dat aan de voorwaarden ten aanzien gelieerde partijen (of een soortgelijke term) voldaan zou worden."*¹⁶²

A&O zei dus in feite niet meer dan dat Deloitte de regels over de relatie tussen geldgever en daaraan gerelateerde geldnemer op de juiste wijze heeft weergegeven. Het heeft niets verklaard over (de waarschijnlijkheid van) de aftrekbaarheid van de overeengekomen rente op de Providence Lening.

- 7.10. De Bestuurders zeggen te hebben vertrouwd op de adviezen over de aftrekbaarheid van Deloitte en A&O en hebben geen verdere 'comfort' over dit punt gezocht. Spaninks verklaart hierover:

*"Die aftrekbaarheid was door Deloitte geadviseerd en werd in mijn beleving door A&O onvoorwaardelijk bevestigd. Ik verwijs ook naar ons Bestuursmemo¹⁶³ alinea 7.6. waarin ik dit duidelijk lees. Wij hebben ons op dat advies gebaseerd. Voor zover ik weet houdt het standpunt nog steeds stand."*¹⁶⁴

Naar aanleiding van (schriftelijk gestelde) aanvullende vragen van onderzoekers is namens Spaninks en Kloos nog opgemerkt dat het feit dat ook Providence van die aftrekbaarheid uitging hen vertrouwen gaf.¹⁶⁵ Desgevraagd weet Spaninks niet meer waarom het Bestuur hierover geen ruling van de belastinginspecteur heeft gevraagd.¹⁶⁶ Hierbij moet worden opgemerkt dat het beslist niet vaststaat dat de belastinginspecteur in 2010 voorafgaand aan de Transactie een ruling zou hebben gegeven.

- 7.11. Het door de belastingdienst niet of niet-volledig accepteren van de renteaftrek stond in de ogen van het Bestuur overigens niet aan de implementatie van de strategie in de weg. Spaninks heeft hierover verklaard: "(...) *zelfs als de rente niet aftrekbaar was geweest dan hadden we de lasten nog kunnen dragen, de cash flow was voldoende*" en "*Ook bij niet-aftrekbaarheid van deze rente zouden onze plannen voor na de overname niet zijn gedwarsboemd, maar zouden gewoon kunnen worden uitgevoerd. Daarvoor was die aftrekbaarheid dus niet van wezenlijke betekenis. Het was wel erg jammer geweest en had het onze investeringsruimte beperkt. We hadden minder snel onze buy and build strategie kunnen implementeren, maar we hadden geen afstand hoeven nemen van die strategie. Daarom was die fusie niet onvermijdelijk. Het risico hierbij lag vooral bij Providence, als de fusie geen doorgang had gevonden hadden zij*

¹⁶² Gespreksverslag Kodde/de Ru, vraag 14.

¹⁶³ Dat Bestuursmemorandum is prod. 53 bij Verzoekschrift

¹⁶⁴ Gespreksverslag Spaninks, vraag 29

¹⁶⁵ Antwoorden (ontvangen op 12 mei 2021) op aanvullende vragen

¹⁶⁶ Gespreksverslag Spaninks, vraag 29

niets met hun rente gekund."¹⁶⁷ De onderzoekers kunnen de juistheid van de aangehaalde stellingen niet beoordelen. Weliswaar heeft Nielen Schuman een projectie gemaakt van de invloed op de cash positie van Catalpa in het geval van volledige aftrekbaarheid en bij het volledig ontbreken daarvan (zie p. 33 van het Nielen Schuman rapport, verschil van € 68,8 miljoen), maar zij heeft geen doorrekening gemaakt van het effect hiervan op de Banking Case *covenants* en de *stress scenario's*.

- 7.12. De vraag dringt zich op of het Bestuur zich het belang van de renteaftrekbaarheid wel ten volle heeft gerealiseerd. Zo heeft het niet stilgestaan bij het feit dat Nielen Schuman rekening hield met aftrek van rente over – slechts – € 145 miljoen, terwijl het Bestuur zelf uitging van € 225 miljoen. Uit de antwoorden op de hierover aan hen gestelde vragen kan worden afgeleid dat het Bestuur dit punt eigenlijk uitsluitend heeft beoordeeld naar de vraag of de *covenants* van de Bankfinanciering in gevaar zouden komen¹⁶⁸, dit heeft aangenomen en op de koop toe heeft genomen dat de implementatie van de groeistrategie vertraagd zou kunnen worden wanneer geen aftrek mogelijk zou zijn. Zie hiervoor onder I.1.11 over de overwegingen van Spaninks hierover. Voorts heeft het Bestuur de onderzoekers in reactie op het concept van dit onderzoeksverslag erop gewezen dat aftrek van rente over € 145 miljoen of € 225 miljoen niet tot een ander resultaat zou leiden omdat reeds bij aftrek over € 145 miljoen de belastbare winst (ruimschoots) negatief zou zijn en Catalpa bij de geprognosticeerde kasstromen geen vennootschapsbelasting zou hoeven betalen. De onderzoekers vragen zich af waarom, als het met de Providence Lening beoogde fiscale voordeel ook bereikt had kunnen worden met een lening waarvan de hoofdsom aanzienlijk minder groot was dan die van de Providence Lening, het Bestuur hieraan destijds geen overwegingen heeft gewijd. Het had op de weg van het Bestuur gelegen om te voorkomen dat Catalpa belast zou worden met een schuld met een grotere hoofdsom (of een hoger rentepercentage) dan nodig was om het met de lening beoogde doel, te weten fiscale optimalisatie, te bereiken.
- 7.13. Kortom, het '*additional comfort*' dat door het Bestuur is verkregen naar aanleiding van de aanbeveling van Nielen Schuman beperkte zich tot de van A&O verkregen opinie dat Deloitte de regels over de relatie tussen geldgever en daaraan gerelateerde geldnemer op de juiste wijze had weergegeven. Het Bestuur heeft vertrouwen geput uit de gedachte dat aftrekbaarheid meer in het belang van Providence was dan van Catalpa. Het Bestuur heeft geen eigen onderzoek gedaan of laten doen naar hetgeen op dat moment in de markt gebruikelijk was en door de belastingdienst geaccepteerd werd. Het ontbreken van nadere zekerheid of houvast op dit punt valt te meer op nu de enige reden voor het aangaan van de Providence Lening nu juist was gelegen in het

¹⁶⁷ Gespreksverslag Spaninks, vragen 21 en 30

¹⁶⁸ Gespreksverslag Spaninks, vraag 21

belastingvoordeel van de renteaftrek, en het daaruit voortvloeiende voordeel blijkbaar nodig was om de strategie in volle omvang uit te kunnen voeren. De onderzoekers menen dat het in de gegeven omstandigheden voor de hand had gelegen dat het Bestuur aan Nielen Schuman had gevraagd ook een variant door te rekenen van het *worst case* scenario waarbij het ontbreken van renteaftrek als uitgangspunt was genomen om vast te kunnen stellen wat daarvan de gevolgen waren.

(3) de conversie

- 7.14. Naar aanleiding van de aanbeveling van Nielen Schuman om het punt van de conversie van de Providence Lening bij Providence aan de orde te stellen heeft het Bestuur daarover inderdaad met Providence gesproken. Het Bestuur heeft hierover echter geen juridisch afdwingbare toezegging gekregen. Het heeft berust in de weigering van Providence om conversie formeel toe te zeggen en heeft geen alternatieve zekerheid of ondersteuning met Providence onderzocht. Het heeft volstaan met erop te vertrouwen – naar later bleek overigens terecht – dat, mocht Catalpa de lasten van de Providence Lening niet kunnen dragen, Providence zou besluiten tot conversie.

C. De Fusie; de Providence Lening

- 7.15. Het Bestuur heeft er van meet af aan rekening mee gehouden dat behalve de verplichtingen uit de Capex-faciliteit en de RCF waartoe het op Closing was toegetreden, ook de verplichtingen uit hoofde van de Term Loans ten laste van Catalpa zouden komen. Dit is te begrijpen, omdat vermoedelijk in het Stapled Finance voorstel hiermee al rekening was gehouden¹⁶⁹. In elk geval was het er sinds eind juli 2010 van op de hoogte dat het de bedoeling van Providence was om de *debt push down* door middel van een juridische fusie plaats te laten vinden; dit bleek uit het Structure Memorandum en uit de tekst van de SFA.
- 7.16. Het Bestuur heeft stil gestaan bij de vraag of Catalpa inderdaad, zoals eerder doorgekeurd door Rothschild, ING en door het Bestuur zelf, de verplichtingen uit hoofde van de Bankfinanciering zou kunnen dragen, en de vraag of de methode van de juridische fusie een gebruikelijke was om een *debt push down* te bewerkstelligen. Het heeft deze vragen voorgelegd aan Nielen Schuman respectievelijk A&O. Het Bestuur is in de afweging of de Fusie in het belang van Catalpa voorbij gegaan aan het feit dat als gevolg van de Fusie niet alleen de verplichtingen uit hoofde van de Bankfinanciering, maar

¹⁶⁹ Zie hiervoor onder II.1.20 (het concept van het Stapled Finance voorstel maakte al gewag van een *debt push down*).

ook de verplichtingen uit hoofde van de Providence Lening op Catalpa kwamen te rusten. Het heeft de Providence Lening beschouwd als eigen vermogen.

- 7.17. Het Bestuur heeft wat betreft de Providence Lening volstaan met de vaststelling dat deze geen negatief effect maar wel een positief effect – vanwege de renteaftrek – op de kasstroom zou hebben. Het heeft ook verklaard geen alternatieve oplossingen voor het belast worden met de Providence Lening te hebben onderzocht en zag daar ook geen noodzaak toe omdat het de lening als eigen vermogen beschouwde. Het heeft zich aldus neergelegd bij de achtergestelde lening als zodanig. Heeft het hiermee de belangen van Catalpa voldoende afgewogen?
- 7.18. De onderzoekers overwegen over deze vraag als volgt.
- Aannemende dat de rente over de Providence Lening in voldoende mate fiscaal aftrekbaar was, zou de *debt push down* inderdaad een *voordeel* voor Catalpa opleveren zolang het voldoende winst maakte. Daartegenover stond uiteraard dat de Providence Lening in juridische zin als vreemd vermogen gold en Catalpa een zware schuld op zich nam, die – door de hoge samengestelde rente die bovendien gedurende de looptijd van de lening (tot 2019) in beginsel niet zou worden betaald – snel en fors in omvang zou toenemen, tot in 2019 een bedrag in de orde van bijna € 650 miljoen mét volledige renteaftrek, en bijna € 800 miljoen zónder renteaftrek. Dit is ontegenzeggelijk een *nadeel* voor Catalpa. Weliswaar was de crediteur van de Providence Lening haar enig aandeelhouder, maar dat sloot niet uit dat deze het bedrag van de schuld onder de Providence Lening zonder meer kon opeisen (zie art. 6.1 van de leningsovereenkomst, productie 15 bij Verzoekschrift met inachtneming met de achterstellingsbeperking van art. 11 van die overeenkomst).
- Providence had in dat geval de regie volledig in handen, en zou, als Catalpa alsdan niet in staat zou zijn het volledige bedrag van de schuld te voldoen, het maximaal haalbare deel kunnen opeisen. In 2017 zou de Term Loan B in haar geheel moeten worden afgelost en volgens Nielen Schuman zou Catalpa daartoe niet volledig in staat zijn. Twee jaar later zou, blijkens de bepalingen daarvan, de Providence Lening in haar geheel – dus € 650 miljoen of zelfs bijna € 800 miljoen – moeten worden voldaan. Het lijkt volgens onderzoekers onwaarschijnlijk dat Catalpa daartoe in staat zou zijn geweest. Door het Bestuur, daarin gesteund door A&O, is verondersteld dat de Providence Lening voldaan zou worden in het kader van de tegen die tijd te verwachten verkoop van Catalpa. Maar hierover heeft het Bestuur geen zekerheid van Providence gevraagd, laat staan gekregen.
- 7.19. Het had op de weg van het Bestuur gelegen om te voorkomen dat Catalpa belast zou worden met een schuld met een grotere hoofdsom (of een hoger rentepercentage) dan benodigd was om het met de lening beoogde doel, te weten fiscale optimalisatie, te bereiken.

- 7.20. Onderzoekers menen dat het Bestuur ten aanzien van de uitkomsten van het Nielen Schuman rapport en de Fusie in onvoldoende mate de belangen van Catalpa heeft afgewogen.

D. Beoordeling van de afgewogen belangen in het algemeen

- 7.21. De onderzoekers zijn het met het Bestuur eens dat het, kort gezegd, beperkte betrokkenheid heeft gehad bij de vormgeving van de Overname en de Bankfinanciering. Toen de principiële beslissing tot verkoop door Bencis genomen was, was het voor Catalpa vooral van belang om een nieuwe aandeelhouder te krijgen die haar zou kunnen en willen ondersteunen bij het implementeren van haar strategie. Providence leek in dit opzicht een goede partij.
- 7.22. Hoewel het Bestuur voorafgaande aan de Closing van 16 augustus 2010 niet nadrukkelijk de voor- en nadelen van de toetreding door Catalpa N.V. tot de Capex-faciliteit en de RCF in de SFA tegen elkaar lijkt te hebben afgewogen heeft het, blijkens de interviews en de overwegingen in het Bestuursmemorandum, een analyse gemaakt van de voordelen van toetreding (eenvoudige toegang tot € 40 miljoen voor overnames zodat de *buy & build* strategie zou kunnen worden geïmplementeerd) en ook de nadelen (het aansprakelijk worden voor de verplichtingen uit de Capex-faciliteit en de RCF en het daarvoor moeten stellen van zekerheid) duidelijk voor ogen gehad.
- 7.23. Het Bestuur heeft onderkend dat het van belang was om zich er zoveel mogelijk van te overtuigen dat Catalpa na de Fusie, ook in tegenvallende scenario's, de rente- en aflossingsverplichtingen van de schulden uit de Term Loans zou kunnen dragen. Het had dit eerder in het Stapled Finance voorstel doorgerekend met (de adviseurs van) Benca en heeft daarna, kort voor de Closing, dit oordeel laten toetsen door een onafhankelijk deskundige, Nielen Schuman. Hierin is het Bestuur zorgvuldig geweest. Daarmee vinden onderzoekers deze door het Bestuur gemaakte afwegingen over de Overname en de toetreding tot de RCF en de Capex faciliteit als onderdeel van de Bankfinanciering als geheel op hoofdlijnen begrijpelijk.
- 7.24. Wat betreft de Providence Lening, welke als gevolg van de Fusie eveneens ten laste van Catalpa zou komen, heeft het Bestuur die lening als eigen vermogen beschouwd en vervolgens volstaan met de vaststellingen (1) dat deze een positief en geen negatief effect op de kasstroom zou hebben, en (2) dat deze afgewikkeld zou worden door een conversie door Providence of bij een verkoop van Catalpa door Providence. Het Bestuur heeft, in het kennelijke vertrouwen dat Providence niet lichtvaardig over zou gaan tot inning van de Providence Lening, aanvaard dat Catalpa als gevolg van de Fusie aansprakelijk zou worden voor de grote en snel olopende schuld onder de Providence Lening.

- 7.25. Het Bestuur heeft, na ontvangst van het Nielen Schuman rapport, nagelaten om serieuze aandacht te besteden aan de drie hiervoor uitgewerkte aanbevelingen die Nielen Schuman heeft gedaan. Het heeft geen maatregelen getroffen om de mogelijke gevolgen van de door Nielen Schuman gesignaleerde knelpunten en risico's te ondervangen, en heeft de risico's niet gekwantificeerd. Het heeft het risico op inbreuk op *covenants* onder de SFA geaccepteerd. Ook het risico ten aanzien van de renteaftrekbaarheid – eveneens van groot geldelijk belang en juist de reden voor het aangaan van de Providence Lening – is door het Bestuur onvoldoende serieus behandeld.
- 7.26. De onderzoekers volgen het Bestuur niet in de gedachte, voor zover die destijds leefde, dat door het aangaan van de Comfort Letter het Bestuur slechts medewerking aan de Fusie kon weigeren als het Nielen Schuman rapport daartoe noodzaakte. Immers, in de Comfort Letter wordt het tekenen van de relevante stukken met betrekking tot de Fusie uitsluitend afhankelijk gemaakt van het afronden (*“due completion”*) van de analyse door het Bestuur, zonder dat daaraan enige voorwaarde of vereiste werd gesteld. Het Bestuur werd naar de mening van de onderzoekers niet beperkt in de analyse en belangenafweging die het ten aanzien van de Fusie had te maken.
- 7.27. Kortom, naar het oordeel van de onderzoekers heeft het Bestuur ten aanzien van het besluit tot Fusie, gegeven de daaruit voortvloeiende aansprakelijkheid voor de Providence Lening en gegeven de inhoud van het Nielen Schuman rapport, een onvoldoende gedegen afweging gemaakt van de voor- en nadelen van de Fusie voor Catalpa.
- 8. Onderzoeksvraag 3: Heeft het Bestuur er blijk van gegeven zich te hebben laten leiden door persoonlijk belang bij het welslagen van de Overname?**
- 8.1. De curator heeft blijkens de Beschikking (r.o. 3.1.d) aangevoerd dat ten gevolge van de persoonlijke financiële belangen van de Bestuurders bij de Transactie sprake was van een onaanvaardbare belangenverstrengeling. Het Bestuur heeft, in de visie van de curator, daarbij onvoldoende zorgvuldigheid betracht.
- 8.2. De Ondernemingskamer heeft in r.o.3.15 overwogen dat vanwege de geconstateerde substantiële financiële belangen van Spaninks, Kloos en Peters *“betwijfeld kan worden of zij zich uitsluitend door het vennootschappelijke belang hebben laten leiden bij de keuzes die zij hebben gemaakt; die twijfel wordt gevoed door het (...) ontbreken van een zorgvuldige afweging door het bestuur van de voor Catalpa en haar onderneming betrokken belangen bij de overname door Providence en de daarmee gepaard gaande debt push down (...). Uit hetgeen is overwogen over de informatieverstrekking door het bestuur aan het CMO volgt dat het bestuur zich niet heeft ingespannen om het CMO oprecht te informeren. De manier waarop het bestuur is omgegaan met de*

wederzijdse belangen levert daarom eveneens een gegronde reden op te twifelen aan een juist beleid en een juiste gang van zaken."

- 8.3. Peters en, in aanzienlijk minder mate, Spaninks en Kloos, hebben ontegenzeggelijk een financieel voordeel behaald bij de verkoop van Catalpa aan Providence en hadden om die reden een persoonlijk belang bij het welslagen van de Overname. Peters ontving in verband met de Overname als verkopend aandeelhouder een bedrag van circa € 7,5 miljoen en Spaninks en Kloos ontvingen een bonus (ten laste van Catalpa¹⁷⁰) van ruim € 1,8 miljoen respectievelijk bijna € 1 miljoen¹⁷¹. Ook na de Overname hadden Spaninks en Kloos een persoonlijk belang bij het financiële succes van Catalpa. Het is de onderzoekers echter niet gebleken dat de Bestuurders zich door hun persoonlijke belangen hebben laten leiden bij de keuzes die zij hebben gemaakt.
- 8.4. De onderzoekers hebben geprobeerd na te gaan of er, behalve de aanknopingspunten die de Ondernemingskamer heeft genoemd in de hiervoor onder 8.2 aangehaalde tekst, aanknopingspunten zijn dat de leden van het Bestuur zich (mede) door hun persoonlijk financieel belang hebben laten leiden. Zij hebben hierbij onder meer stil gestaan bij enkele aspecten die in de PCM zaak een rol speelden.
- 8.5. In de PCM Beschikking heeft de Ondernemingskamer in aanmerking genomen dat voor het management een gunstiger verhouding tussen de eigen investering en het daarvoor verkregen aandelenbelang gold dan voor de *private equity* investeerder¹⁷². Een dergelijke ongelijke verhouding tussen management en *private equity* investeerder deed zich bij Catalpa niet voor.
- 8.6. De Investment Agreement¹⁷³ bood de mogelijkheid aan Spaninks, Kloos en Key Contributors (d.w.z. werknemers, onafhankelijke leden van de Raad van Commissarissen en onderaannemers ('*sub contractors*')) van Catalpa om te participeren in Catalpa. Participatie kon plaatsvinden via Luxco in de aandeelhoudersstructuur van Providence¹⁷⁴.
- 8.7. Spaninks en Kloos participeerden in Catalpa via NCCM Holding B.V. (de Management Company), welke aandelen verwierf in NCC Luxco S.à r.l (Luxco). Providence participeerde in Catalpa via diverse vennootschappen, waarbij NCC Holding Luxco S.à r.l. (de Investor) aandelen verwierf in Luxco. Credit Investor NCC S.à r.l. (de Lender, een aan Providence gelieerde vennootschap) stelde gelden ter beschikking aan NCC Holdco I B.V.

¹⁷⁰ Verzoekschrift prod. 3 (Bonus Agreement onder 3).

¹⁷¹ Van Spaninks en Kloos werd verwacht dat zij zouden herinvesteren, wat zij elk gedaan hebben voor – zie Verzoekschrift prod. 25, Investment Agreement Schedule 3, een bedrag van € 272.223

¹⁷² PCM Beschikking r.o. 3.16.

¹⁷³ Verzoekschrift prod. 25.

¹⁷⁴ Verzoekschrift prod. 25, Artikel 7.1 Investment Agreement.

(Holdco I), welke gelden werden doorgeleend in de structuur en uiteindelijk voor een bedrag groot € 225 miljoen aan Bidco werd uitgeleend (in de vorm van de Providence Lening). Luxco had één soort aandelen¹⁷⁵ waardoor het aandelenbelang van Providence, Spaninks en Kloos gelijksoortig was. Zij betaalden een zelfde prijs per aandeel voor de aandelen in Luxco. Evenals Providence (via de Lender) verstreekte de Management Company een 15% rentende lening en een rentevrije lening (de PEC), De verhouding tussen aandelenkapitaal en leningen was voor Providence, Spaninks en Kloos zo goed als gelijk¹⁷⁶.

- 8.8. In geval van een exit als gevolg van een verkoop van alle aandelen in Catalpa zou de verkoopopbrengst toekomen aan de Investor, de Lender en de Management Company, op een pro rata basis. Er was een waternal overeengekomen voor de aanwending van de verkoopopbrengst bij een exit, waarbij, kort gezegd, eerst de rentedragende leningen werden terugbetaald, dan de PECs, vervolgens¹⁷⁷ de Interim Exit Loan voor zover aanwezig, dan aan de aandeelhouders van Luxco eerst het nominale kapitaal op de aandelen en tenslotte enig restant van de verkoopprijs.
- 8.9. In de PCM Beschikking is voorts overwogen dat de management participatieregeling in de periode na de LBO een bron van misnoegen binnen de onderneming van PCM is geworden. Van dergelijk misnoegen is de onderzoekers niet gebleken bij Catalpa. Overigens blijkt uit het Bestuursmemorandum¹⁷⁸ en ook overigens niet dat het Bestuur zich van de mogelijkheid van dit mogelijke effect van de managementparticipatieregeling rekenschap heeft gegeven.
- 8.10. Door de curator is erop gewezen dat Tabet, op dat moment managing director van Providence, op 12 augustus 2010 een email zond aan Peters met de volgende inhoud:

"Pim – just one thought and it did not come from me!

I may be wrong but it would probably make sense for you to have a chat with Manuela. Seems like their lawyer (a+o) is over focusing them on some risks derived from the PCM case (on liability in case of bankruptcy) and they seem quite stressed with all this debt process which is new to them.

*Both us and them agree that the debt loan is very reasonable and manageable and they were ok with all of it before spending so much time with A+O. I don't think there is a real issue but do think she would appreciate some reassuring from a wise man."*¹⁷⁹

¹⁷⁵ Verzoekschrift prod. 25, Schedule 9 bij de Investment Agreement.

¹⁷⁶ Verzoekschrift prod. 25, Schedule 3 bij de Investment Agreement.

¹⁷⁷ Voor zover goed gelezen, de kopie bij het Verzoekschrift prod. 25, Artikel 7.1 is niet goed leesbaar

¹⁷⁸ Verzoekschrift prod. 53, onderdeel 6.

¹⁷⁹ Verzoekschrift randnummer 2.7.16.

Spaninks en Peters hebben aan de onderzoekers verklaard dat Peters in hun herinnering naar aanleiding van de email van Tabet, Spaninks en Kloos in hun opstelling hierover heeft gesteund.¹⁸⁰ Kloos heeft hieraan geen herinnering.¹⁸¹

- 8.11. Tenslotte merken de onderzoekers op dat zoals ook hiervoor opgemerkt Spaninks, Kloos en Peters het bestuur vormden van Benca, welke tot en met de Overname enig bestuurder was van Catalpa N.V. Een dergelijke dubbelfunctie, hoewel niet ongebruikelijk in groepsstructuren, heeft tot gevolg dat de bestuurders zowel hadden op te komen voor de belangen van de verkoper als voor die van de koper, hetgeen in een overnametraject minst genomen ongelukkig is. De onderzoekers hebben hierbij geen aanknopingspunten om te veronderstellen dat de bestuurders van Benca een eigen koers konden varen in hun formele rol van bestuurder van de verkopende aandeelhouder; zij gaan ervan uit dat het verkoopbesluit in wezen is genomen door Bencis.
- 8.12. De onderzoekers is niet gebleken van aanknopingspunten anders dan die welke de Ondernemingskamer heeft genoemd in de hiervoor onder 8.2 aangehaalde tekst, dat de leden van het Bestuur zich (mede) door hun persoonlijk financieel belang hebben laten leiden. Evenmin is gebleken dat het Bestuur zich van de risico's van de verstrengeling van hun belangen in privé, als bestuurder van Benca en als bestuurder van Catalpa N.V., rekenschap heeft gegeven.

9. Onderzoeksvraag 4 (toezicht op het Bestuur)

- 9.1. De curator heeft blijkens de Beschikking (r.o. 3.1.e) aangevoerd dat de RvC onvoldoende toezicht heeft gehouden op het Bestuur in het kader van de tweede fase van de Transactie. Ook met betrekking tot de RvC was er naar de mening van de curator een onaanvaardbare belangenverstrengeling: Tabet, Rammal en Schlösser waren allen gelieerd aan Providence. Hoe zij twee dagen na hun aanstelling zijn gekomen tot de bekrachtiging van het bestuursbesluit om toe te treden tot de Bankfinanciering, waarbij zij hebben bevestigd dat zij die toetreding in het vennootschappelijk belang van Catalpa achtten, is onduidelijk. Van een zorgvuldige afweging is daarbij niet gebleken. Ten tijde van het aangaan van de Fusie was de RvC uitgebreid met Peters en Van Kesteren. Van een inhoudelijke toets door de RvC van het voorgenomen besluit te fuseren is, zo heeft de curator aangevoerd, evenmin gebleken.
- 9.2. De Ondernemingskamer overweegt in r.o. 3.16 als volgt:
“3.16 De voorwaarde die het bestuur had gesteld dat de raad van commissarissen het besluit moest bekrachtigen had – ook in dit kader – geen reële betekenis als waarborg voor zorgvuldige besluitvorming. De raad van commissarissen is pas op 16 augustus

¹⁸⁰ Gespreksverslag Spaninks, (eerste) vraag 22, gespreksverslag Peters, vraag 22.

¹⁸¹ Gespreksverslag Kloos, vraag 14.

2010, direct na de overname, geïnstalleerd. Gelet op zijn samenstelling ten tijde van zijn bekrachtiging van 18 augustus 2010 (op dat moment volledig afkomstig van Providence, als koper belanghebbende bij de overname) is hij met betrekking tot die bekrachtiging niet overwegend onafhankelijk te noemen. De vraag rijst of de raad van commissarissen in deze samenstelling het bestuursbesluit voldoende getoetst heeft aan de hand van het belang van de onderneming en of het bestuur zorgvuldige toetsing mocht verwachten. Ten aanzien de goedkeuring van het fusiebesluit is evenmin gebleken van een zorgvuldige afweging door de raad van commissarissen van de voor- en nadelen van de fusie, terwijl de financiële gevolgen ervan voor de onderneming aanzienlijk waren. Hij mocht niet enkel afgaan op het Bestuursmemorandum, waarin bijvoorbeeld de fiscale aftrekbaarheid van de rente over de Providence Lening werd verondersteld, bij gebreke van eigen onderzoek daarnaar.”

- 9.3. Hieronder wordt een onderscheid gemaakt tussen de RvC van Aplatac die betrokken was bij de Overname en de toetreding door Catalpa tot de SFA, en de RvC van Estro Groep die betrokken was bij de Fusie.

RvC van Aplatac

- 9.4. De RvC van Aplatac¹⁸² fungeerde feitelijk als RvC van Catalpa. Het Bestuur rapporteerde aan de RvC van Aplatac. In de periode voorafgaand aan de Closing op 16 augustus 2010, bestond de RvC van Aplatac uit Van Gessel en Van Kesteren. De onderzoekers hebben met hen gesproken.
- 9.5. De besluiten die voorafgaand aan de Closing van de transactie in de RvC van Aplatac genomen werden zagen op de beslissing tot verkoop van Catalpa aan Providence, en op de toetreding van Catalpa tot de RCF en de Capex faciliteit zoals opgenomen in de SFA.
- 9.6. Van Gessel en Van Kesteren waren niet verrast door de hoogte van de biedingen op Catalpa. Naar hun zeggen was die prijs in lijn met wat de markt voor het soort bedrijven als Catalpa over had. De koopprijs was ongeveer 10 keer EBITDA. Dat was destijds naar hun zeggen niet ongebruikelijk. De onderneming was in een paar jaar verdrievoudigd in locaties en zou internationaal kunnen expanderen. Het had een goede basis voor verdere groei, ook internationaal. In het buitenland was de marktvraag heel veel groter dan het aanbod, en deed de kwaliteit van het aanbod onder voor het aanbod in Nederland. Er was al ruim voordat Bencis besloot tot verkoop diverse malen vanuit het buitenland belangstelling getoond voor Catalpa.

¹⁸² Aplatac was enig aandeelhouder van Benca B.V., welke enig aandeelhouder en enig bestuurder was van Catalpa N.V.

- 9.7. Van Gessel en Van Kesteren hadden voorafgaand aan de transactie kennis genomen van de PCM beschikking. Zij achtten deze voor hen als commissarissen van Aplatac van belang omdat die beschikking onder meer zag op de rol van de commissarissen. Zij hebben de besluiten tot goedkeuring van de verkoop aan Providence en tot toetreding tot de twee kredietfaciliteiten genomen omdat er, kort gezegd, geen redenen waren om deze niet te nemen. Immers, de koper was een goede partij, en de financiering op dat moment was laag (alleen de RCF van € 10 miljoen en de Capex-faciliteit van € 40 miljoen).
- 9.8. Van de overgebleven bidders in de laatste biedingsronde ging de voorkeur van het Bestuur uit naar Providence. De RvC heeft geen reden gehad om ten aanzien van de koper een ander standpunt in te nemen.
- 9.9. Zowel Van Gessel als Van Kesteren hebben verklaard in augustus 2010 niet bekend te zijn geweest met de inhoud van de SFA en er niet van op de hoogte te zijn geweest dat Bidco door Providence gefinancierd werd middels een aandeelhouderslening.
- 9.10. De onderzoekers hebben gesproken over de vraag of de RvC het Bestuur heeft gewezen op het belang van het in de arm nemen van een eigen en onafhankelijk juridisch adviseur. Naar zeggen van Van Gessel en Van Kesteren heeft de RvC het Bestuur daarop gewezen, en heeft het Bestuur er om die reden op enig moment voor gekozen om A&O in de arm te nemen.¹⁸³

RvC Estro Groep

- 9.11. Onmiddellijk na de Closing is een RvC ingesteld bij Catalpa N.V. Vanaf 18 augustus 2010 bestond de RvC uit drie commissarissen afkomstig van Providence, te weten Tabet, Rammal en Schlösser. Zij waren binnen Providence intensief betrokken geweest bij de voorbereiding van de Overname en de financiering en waren bekend met de financieringsvoorwaarden, waaronder die aangaande de Fusie. Op 21 september 2010 zijn voorts Peters en Van Kesteren toegetreden tot de RvC. Peters was als lid van het Bestuur eveneens nauw betrokken bij de Overname en financiering, en was bekend met de voorwaarden onder de SFA. Van Kesteren als lid van de raad van commissarissen van Aplatac B.V. was voorafgaand aan de Overname niet bekend met de inhoud van de SFA.
- 9.12. De RvC, op dat moment bestaande uit vijf leden, heeft kennis genomen van het Nielen Schuman rapport en van het Bestuursmemorandum¹⁸⁴. De RvC heeft in het Nielen Schuman rapport geen aanleiding gezien om er bij het Bestuur op aan te dringen om

¹⁸³ Blijkens de notulen van de vergadering van het Bestuur van 11 januari 2010 waarin onder Actiepunten als actiepunt van 7 december 2009 is vermeld: 'Eigen adviseur directie'.

¹⁸⁴ Verweerschrift randnummer 5.5.4

op in dat rapport gesignaleerde kwetsbaarheden en aanbevelingen actie te ondernemen.

- 9.13. De RvC heeft omstreeks de tweede week van oktober 2010 het voorstel tot de Fusie goedgekeurd en ondertekend¹⁸⁵. In antwoord op de schriftelijke vraag van de onderzoekers aan de Providence-leden van de RvC naar de afweging die zij hebben gemaakt ten aanzien van het voorstel tot de Fusie, hebben deze de onderzoekers gewezen op de overwegingen in hun verweerschrift van 13 mei 2019, randnummers 21 en volgende. Uit de aangehaalde randnummers volgt dat de Providence-leden van de RvC ten aanzien van het besluit om het voorstel tot de Fusie goed te keuren de overwegingen van het Bestuur in het Bestuursmemorandum hebben gevolgd en tot geen andere afwegingen zijn gekomen dan het Bestuur.
- 9.14. Het is de onderzoekers – mede in het licht van de inhoud van het Nielen Schuman rapport en het Bestuursmemorandum - niet gebleken dat de RvC het bestuursbesluit tot de Fusie voldoende getoetst heeft aan de hand van het belang van Catalpa. Evenmin is de onderzoekers ten aanzien van het besluit van de RvC tot goedkeuring van het voorstel tot Fusie gebleken van een zorgvuldige afweging door de RvC van de voor- en nadelen van de Fusie, terwijl de financiële gevolgen ervan voor de onderneming aanzienlijk waren. In hoeverre van hierbij van belang is dat de RvC, zoals door de Ondernemingskamer overwogen, gezien zijn samenstelling niet overwegend onafhankelijk was te noemen, laten de onderzoekers in het midden.

¹⁸⁵ Overeenkomstig art 2:312 lid 4 BW

V. Slotopmerkingen

Een overnametraject zoals bij Catalpa is voor alle betrokkenen en in het bijzonder het bestuur van de doelwitvennootschap buitengewoon tijdrovend en intensief. De belangen zijn, bij een koopprijs zoals van Catalpa, groot; dit kan met grote druk gepaard gaan. Het is aan het bestuur om in het overnametraject de belangen van de doelwitvennootschap voor ogen te blijven houden.

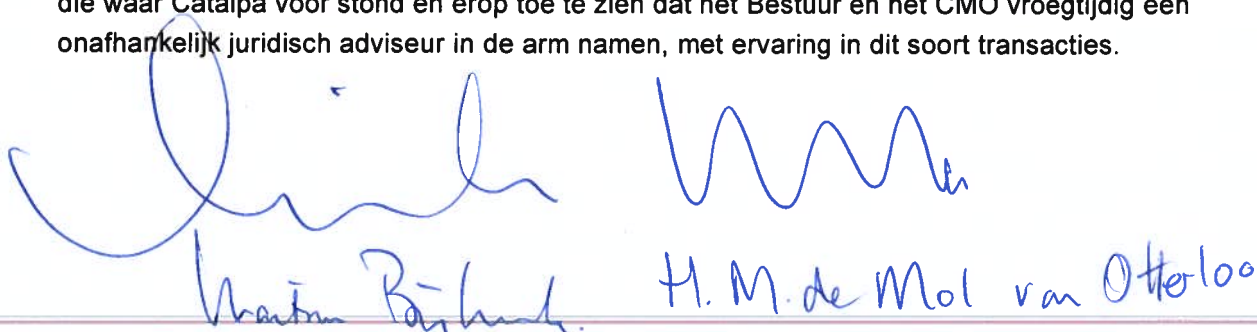
Toen, nadat Bencis had besloten om de aandelen in Catalpa te verkopen, zich een kapitaalkrachtige koper aandiende die de strategie van Catalpa onderschreef, waarmee in de ogen van het Bestuur synergievoordelen behaald konden worden, en die ten aanzien van de financiering van de overname het mede door het Bestuur opgestelde Stapled Finance voorstel volgde, heeft het Bestuur zijn medewerking verleend aan de Overname en de financiering van de Capex-faciliteit en de RCF. De onderzoekers kunnen het Bestuur hierin volgen. Toen echter op basis van het Nielen Schuman rapport bleek van serieuze knelpunten en risico's, had het Bestuur volgens de onderzoekers deze moeten betrekken in zijn afweging. Door dit na te laten heeft het Bestuur een onvoldoende gedegen afweging van de voor- en nadelen van de Fusie gemaakt.

Het Bestuur heeft naar het oordeel van de onderzoekers het CMO niet juist en volledig geïnformeerd en zodoende de medezeggenschapsrechten van het CMO onvoldoende gerespecteerd.

De onderzoekers hebben geen aanleiding om aan te nemen dat het Bestuur zich door eigen belang heeft laten leiden. Zij hebben eerder de indruk dat het Bestuur gedreven werd door de wens tot een prettige werkverhouding met Bencis respectievelijk Providence, en onvoldoende ervaren was om de dynamiek van de transactie in alle opzichten goed te kunnen inschatten en daarin waar nodig tegenwicht te bieden.

Het is de onderzoekers – mede in het licht van de inhoud van het Nielen Schuman rapport en het Bestuursmemorandum - niet gebleken dat de RvC het bestuursbesluit tot de Fusie voldoende getoetst heeft aan de hand van het belang van Catalpa. Evenmin is de onderzoekers ten aanzien van het besluit van de RvC tot goedkeuring van het voorstel tot Fusie gebleken van een gedegen afweging door de RvC van de voor- en nadelen van de Fusie.

De onderzoekers vragen zich tenslotte af of het niet op de weg van Bencis had gelegen om het bestuur van Catalpa beter te equiperen voor het verkoopproces, door het Bestuur aan te vullen met een persoon die ervaring had met transacties met een omvang en dynamiek als die waar Catalpa voor stond en erop toe te zien dat het Bestuur en het CMO vroegtijdig een onafhankelijk juridisch adviseur in de arm namen, met ervaring in dit soort transacties.



Wouter B. Bakker H. M. de Mol van Otterloo

BIJLAGEN

I. DEFINITIES

- *A&O* - Advocatenkantoor Allen & Overy.
- *Bankfinanciering* - de lening van in totaal € 280 miljoen van een consortium van banken, waarvan € 230 miljoen voor de Term Loans A en B, € 10 miljoen RCF en € 40 miljoen Capex-faciliteit.
- *Beschikking* - de beschikking van 10 december 2019, zaaknummer 200.254.527/01 OK, van de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam.
- *Bestuur* - het bestuur van Catalpa.
- *Bestuursmemorandum* – het memo van het Bestuur d.d. 27 september 2010 waarin het besluitvormingsproces van het Bestuur met betrekking tot de Overname en de Fusie.
- *Benca* – Benca B.V., tot 16 augustus 2010 groot-aandeelhouder en enig bestuurder van Catalpa N.V.
- *Bidco* - NCC Investments B.V., opgericht op 5 juli 2010 (na naamswijziging per 9 december 2010: Estro Groep B.V.).
- *Capex-faciliteit* – de capital expenditure faciliteit van € 40 miljoen zoals beschreven in de SFA.
- *Catalpa* - Catalpa N.V., welke op 9 december 2010 als gevolg van de Fusie ophield te bestaan.
- *Catalpa Groep* - de groep van rechtspersonen bestaande uit Catalpa en haar groepsmaatschappijen (na naamswijziging per 9 december 2010: Estro Groep).
- *Closing* – het implementeren van de afspraken ter uitvoering van de op 16 augustus 2010, onder meer door levering van alle uitstaande aandelen in Catalpa N.V.
- *CMO* - het centrale medewerkers overleg van de Catalpa Groep.
- *EGBV* - Estro Groep B.V. (voor naamswijziging per 9 december 2010: NCC Investments B.V.).
- *Estro Groep* - voor Catalpa Groep zoals deze bestond na 8 december 2010.
- *FF* – Advocatenkantoor Freshfields.

- *Fusie* - de juridische fusie tussen NCC als verkrijgende vennootschap en Catalpa als verdwijnende vennootschap, bij notariële akte van fusie verleden op 8 december 2010.
- *NCC* - NCC Investments B.V. (na naamswijziging per 9 december 2010: Estro Groep B.V.).
- *Nielen Schuman* – financieel adviseur Nielen Schuman.
- *Nielen Schuman rapport* – het Nielen Schuman rapport van september 2010¹⁸⁶.
- *Overname* - de overname door Providence van het gehele uitstaande aandelenkapitaal in Catalpa, bij notariële akte van levering verleden op 16 augustus 2010.
- *Parent* – NCC Holdco III B.V., de directe aandeelhouder van NCC.
- *PCM beschikking* – de beschikking van de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam van 27 mei 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928.
- *Providence* – de private equity firma Providence
- *Providence Lening* – de Intercompany Loan Agreement van 16 augustus 2010.¹⁸⁷
- *RCF* – de revolving credit facility van € 10 miljoen zoals beschreven in de SFA.
- *RvC* - de raad van commissarissen van Catalpa N.V.
- *SFA* – de Senior Facilities Agreement van 16 juli 2010, amended and restated pursuant to an amendment and restatement agreement dated 4 August 2010¹⁸⁸, die de Bankfinanciering documenteert.
- *Term Loans A en B* – de leningen van in totaal € 230 miljoen zoals beschreven in de SFA.
- *Transactie* – de Overname en de financiering daarvan door middel van de Bankfinanciering, de Providence Lening en de Fusie.

¹⁸⁶ Verzoekschrift prod. 51

¹⁸⁷ Verzoekschrift, prod. 15.

¹⁸⁸ Verzoekschrift prod. 19

II. LIJST INTERVIEWS

Datum	Geïnterviewde	Positie
12 juni 2020	J.C.A. Gortemaker (hoogleraar accountancy)	Financieel adviseur CMO
1 juli 2020	J. Hildebrand J. Ellenbroek-Leerkes J. Immink	Voorzitter bestuur CMO Lid bestuur CMO Lid CMO, lid financiële commissie CMO
10 september 2020	Nielen Schuman: - R. Schuman - E. Berger	Financieel adviseur Bestuur
4 november 2020	M. Spaninks M. Kloos	CFO bestuur Catalpa CEO a.i. Catalpa
18 november 2020	P. Peters W.R. Blom	CEO a.i. Catalpa CFO Catalpa
4 december 2020	A&O: - K. Kodde - N. de Ru	Advocaat Bestuurders
9 december 2020	A&O: - A. Keizer	Advocaat Bencis
15 februari 2021	M. Muskens	Manager HR Catalpa (2010– 2013)
14 april 2021	W. Jongepier	Curator in het faillissement van Estro

19 mei 2021

Z. van Gessel
N.J. van Kesteren

Commissarissen van Aplatac
B.V., de indirect aandeelhou-
der van Catalpa N.V. ten tijde
van de Overdracht
