

VERSLAG VAN BEVINDINGEN

naar aanleiding van het onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van de naamloze vennootschap Van der Moolen Holding N.V., als opgedragen door de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam bij beschikking van 5 juli 2010, kenmerk 200.051.512/01 OK

Onderzoekers: S. Hepkema
C.J.M. Scholtes

Afgegeven ter griffie van het Gerechtshof te Amsterdam op 13 mei 2011

INHOUDSOPGAVE

Onderwerp	Pagina
1. Inleiding	1
1.1 Opzet verslag	1
1.2 Werkwijze en verloop van het onderzoek	2
1.3 Van der Moolen Holding N.V.	5
2. Strategie VDM	15
2.1 Inleiding.....	15
2.2 Curvalue	17
2.3 Online Trader	30
2.4 Avalon en aanverwante zaken	41
2.5 Het entameren en afblazen van de deelname in GSFS	59
3. De Financiële Positie van VDM	71
3.1 Inleiding.....	71
3.2 De (bewaking van de) liquiditeitspositie van VDM.....	73
3.3 Het aflossen van achtergestelde leningen in 2008 in de VS	73
3.4 De inkoop van eigen aandelen in 2008.....	76
3.5 De gang van zaken rond financiering in het algemeen.....	80
4. Corporate Governance	84
4.1 Inleiding.....	84
4.2 RvB	84
4.3 RvC	109
4.4 Overige Corporate Governance aspecten	114
4.5 Kroon.....	120
5. De periode van maart 2009 tot aan het faillissement van VDM.....	128
5.1 Inleiding.....	128
5.2 Aantreden Zwart en Paardekooper, periode tot eind juni 2009.....	128
5.3 Onderzoeken	136
5.4 KBC.....	142
5.5 Juli 2009 (vertrek Den Drijver en Kroon)	145
5.6 Naar surséance en faillissement	150

BIJLAGEN BIJ VERSLAG VAN BEVINDINGEN

Hoofdstuk 1: Inleiding	
Bijlage 1	Plan van Aanpak van 5 augustus 2010
Bijlage 2	Lijst van door onderzoekers geraadpleegde stukken
Bijlage 3	Lijst van geïnterviewde personen
Bijlage 4	Verzoekschrift op grond van artikel 2:253, derde lid, BW tot verhoging van het bedrag dat het onderzoek ten hoogste mag kosten van 20 oktober 2010
Bijlage 5	Beschikking van de OK van 30 november 2010 op het verzoekschrift van 20 oktober 2010
Bijlage 6	Standaard uitnodigingsbrief
Bijlage 7	Chronologisch overzicht samenstelling RvB en CFO
Bijlage 8	Chronologisch overzicht samenstelling RvC
Bijlage 9	Cast of characters
Hoofdstuk 2: Strategie VDM	
Bijlage 10	Verslag bespreking over Avalon van 14 april 2008 en met Avalon van 14 april 2008
Hoofdstuk 3: De financiële positie van VDM	
Bijlage 11	Solvabiliteits- en Kasprognose Moos
Hoofdstuk 4: Corporate Governance	
Bijlage 12	E-mails Wolfswinkel aan Den Drijver van 20 en 24 juni 2008
Bijlage 13	Brief Seinstra aan Den Drijver van 13 augustus 2008

BEGRIPPENKADER

AFM	(Stichting) Autoriteit Financiële Diensten
ASR	ASR Schadeverzekering N.V. en ASR Levensverzekering N.V.
Audit Committee	Audit committee van de RvC
AvA	Algemene vergadering van aandeelhouders VDM
Avalon	Avalon Media Group B.V.
Avalon Business Plan	Het plan gedefinieerd in nr. 190
BCA	Business Confirmation Agreement tussen VDM en Den Drijver van 12 oktober 2005
Beschikking	Beschikking van 5 juli 2010 (rekestnummer 200.051.512/01 OK) van de OK
BW	Burgerlijk Wetboek
CEO	Chief executive officer
CFO	Chief financial officer
COO	Chief operating officer
Curatoren	Drs. J.O. Gelderloos, mr. H. de Coninck-Smolders en mr. P.R.W. Schaink
Curvalue	Curvalue Beheer B.V.
Curvalue SAS	Curvalue France SAS
De Brauw	De Brauw Blackstone Westbroek, advocaten, adviseurs van VDM bij de overname van Curvalue
DIMP	Digital Media Power B.V.
DNB	De Nederlandsche Bank N.V.
EB	Executive Board of RvB
EUR	Euro
Euronext	Euronext N.V., dan wel de door de Euronext N.V. in Amsterdam gehouden effectenbeurs
E&Y	Ernst & Young Accountants LLP
GSFS	Global Securities Finance Solutions Asset Management B.V.
GSFS Holding	GSFS Holding B.V.
IAD	Internal audit department

Jaarverslag 2004	Jaarverslag van VDM over 2004 van 16 maart 2005
Jaarverslag 2005	Jaarverslag van VDM over 2005 van 16 maart 2006
Jaarverslag 2006	Jaarverslag van VDM over 2006 van 4 april 2007
Jaarverslag 2007	Jaarverslag van VDM over 2007 van 21 april 2008
Jaarverslag 2008	Jaarverslag van VDM over 2008 van 9 april 2009
K&P	Krüger & Partners
KBC	KBC Bank
Kempen	Kempen & Co
McKinsey	McKinsey & Company
NYSE	New York Stock Exchange
OK	Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam
Onderzoeksperiode	De periode van 1 januari 2005 tot 10 september 2009
PSA	De Profit Share Agreement van 4 oktober 2007 tussen VDM en GSFS
PWC	PricewaterhouseCoopers Accountants N.V.
Remuneration & Nomination Committee	Remuneration & nomination committee van de RvC
RvB	Raad van bestuur van VDM
RvC	Raad van commissarissen van VDM
SEC	Securities and Exchange Commission
Tijdelijk Bestuur	Raad van bestuur van VDM in de periode 16 juli 2009 tot 10 september 2009 bestaande uit Zwart en Paardekooper
USD	U.S. Dollar
US GAAP	Algemeen aanvaarde grondslagen voor financiële verslaggeving in de Verenigde Staten
VEB	Vereniging VEB NCVB
VEB c.s.	VEB, dhr. G. Tichelaar, dhr. J.C.P. de Goede, dhr. B. Potgieter, en dhr. M.H.B. Kok
VDM	Van der Moolen Holding N.V. als juridische entiteit en de groep waar deze vennootschap van aan het hoofd staat
VDM ES	Van der Moolen Effecten Specialist B.V.

VDM FS	Van der Moolen Financial Services B.V.
VDM FS SAS	Van der Moolen Financial Services S.A.S.
VDM GM	Van der Moolen Global Markets Limited (later hernoemd Gekko Global Markets Limited)
VDM Specialists	VDM Specialists USA, LLC
VS	Verenigde Staten
Wft	Wet op het financieel toezicht

EXECUTIVE SUMMARY

Inleiding

In deze executive summary geven onderzoekers verkort hun bevindingen weer ten aanzien van de vier onderwerpen van onderzoek:

- (1) de strategie van VDM, inspelend op het wegvallen van de traditionele hoekmanactiviteiten, in het bijzonder (a) de overname van Curvalue Beheer en de afwikkeling van de transactie, met name de totstandkoming van de overnamesom, de afboeking van de goodwill en de earn-out regeling, (b) de analyse en het uitrollen van het Online Trader platform, (c) de samenwerking met en de verstrekking van de lening aan Avalon en de analyse die er aan ten grondslag lag en (d) het entameren en afblazen van de deelname in GSFS met het oog op arbitrageactiviteiten;
- (2) de (bewaking van de) liquiditeitspositie van VDM, de inkoop van eigen aandelen en het aflossen van achtergestelde leningen in 2008;
- (3) de corporate governance bij VDM, meer in het bijzonder de samenstelling en het functioneren van (de leden van) de RvB en de RvC, de eventuele verstoorde verhouding tussen de RvB en de RvC, de rol van adviseur Kroon en het verloop van staffunctionarissen; en
- (4) de periode onmiddellijk voorafgaand aan het faillissement van VDM en of dat faillissement af te wenden was.

De hierna weergegeven bevindingen zijn een letterlijke weergave van de samenvatting die voor elk van de vier onderwerpen steeds aan het eind van de desbetreffende hoofdstukken in dit verslag zijn opgenomen. Onderzoekers wijzen erop dat hun bevindingen in het verslag worden voorafgegaan door een uitvoerige weergave van de feiten, en daar niet los van kunnen worden gezien. Onderzoekers hebben met een executive summary in deze vorm slechts tegemoet willen komen aan diegenen die voor *ease of reference* de belangrijkste bevindingen van onderzoekers bijeen willen lezen.

1. Strategie

(a) Curvalue overname

Zonder dat onderzoekers zich willen uitlaten over de vraag of de aankoop van Curvalue voor VDM de juiste strategische keuze was en een tijdige, stellen zij vast dat de beslissing een logisch uitvloeisel was van de strategische overwegingen van de RvC en RvB naar aanleiding van de marktveranderingen die op VDM van invloed waren. De besluitvorming en de opmaak daartoe was zorgvuldig en goed onderbouwd mede aan de hand van advies van McKinsey.

Het onderzoek naar Curvalue was gedegen, de adviseurs die bij het proces betrokken waren hebben de totstandkoming van de transactie ondersteund op een wijze die voldeed aan normen die golden in de praktijk en de documentatie die onderzoekers hebben gezien voldeed ook aan wat men zou mogen verwachten. Het onderzoek leverde overigens een aantal signalen op over het financiële en risk management beleid bij Curvalue die zorgelijk waren. Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen dat er post-closing veel met die signalen is gedaan, hoewel Moos in haar reactie op het concept verslag wel gewezen heeft op een aantal verbeteringen met name op het gebied van finance en control.

De keuze om Online Trader niet te waarderen maar om de positieve effecten ervan via de earn-out te laten open was een gelukkige. Het conflict tussen Den Drijver als verkoper en ontvanger van een mogelijke earn-out enerzijds en zijn rol als bestuurder (niet onmiddellijk was voorzien dat bij

Böttcher als CEO zou opvolgen – zie hierna) anderzijds waren onder ogen gezien. Alhoewel er geen formele afspraken over waren gemaakt gingen betrokkenen ervan uit dat hij zich niet zou mengen in de berekening van de earn-out noch anderszins invloed op de uitkomst van het proces zou uitoefenen en zo is dat in de praktijk ook gegaan.

Tot impairment van EUR 10 miljoen voor Curvalue in de Q2 cijfers van 2006 is gefundeerd en gedegen door de RvB, RvC (en Audit Committee) besloten, gebaseerd op de uitleg van E&Y over hoe er onder IFRS met goodwill/impairment moet worden omgegaan. De onderzoekers zeggen daarmee (nog) niets over de initiële waardering van Online Trader en de redenen voor de tegenvallende resultaten van Online Trader.

Onderzoekers constateren dat de EUR 5 miljoen pre-closing facility die door VDM aan Curvalue werd verstrekt mogelijk is gebruikt voor een "kas-rondje" (zie disclosure letter) wat strikt genomen in strijd zou zijn met de verbodsbepaling in de betreffende leningsovereenkomst.

Er is in 2006 betrekkelijk weinig gedaan aan de integratie van Curvalue binnen VDM. Hoewel Curvalue management ook verantwoordelijkheden kreeg binnen VDM en de financiële afdelingen werden geïntegreerd, bleven de twee ondernemingen administratief en operationeel gescheiden, waarmee betrokkenen de objectiviteit van de earn-out regeling lieten prevaleren boven mogelijke synergie.

(b) Online Trader

De vraag kan worden gesteld welke markt er anno 2005 voor Online Trader over was. Een "first mover" was het zeker niet. De beoogde doelgroep van Online Trader (daghandelaren/vaak voormalige beurshandelaren, (semi) professionals (waaronder ook institutionele beleggers en hedge funds)) behoorden immers ook tot de doelgroep van andere partijen. Veel van deze potentiële klanten bleven hun zaken regelen met grote commissaires omdat deze, via hun proprietary trading capaciteit, in staat waren grote orders te verwerken onder strikte anonimiteit. Dergelijke orders worden ook buiten de beurzen om verhandeld.

Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen dat Curvalue in 2005 een marktonderzoek had verricht, een doorwrochte strategie had uitgestippeld of een professioneel businessplan had ontwikkeld voor Online Trader. Na de overname wordt echter de internet- strategie voor professionele partijen nadrukkelijk gepresenteerd als één van de speerpunten van VDM's strategie. De problemen met het beschikbare platform worden laat onderkend en niet a tempo aangepakt. Als blijkt dat de softwareleverancier failliet zal gaan, worden, althans in theorie, maatregelen getroffen om de gebrekkige IT aan te pakken. Hiervoor blijkt VDM echter niet over een adequate organisatie te beschikken: de functie van hoofd IT (in Amsterdam) blijft lang vacant en het ontbreekt aan een duidelijk plan van aanpak en een adequaat budget. De doorstart van Online Trader in 2007 met het deels verbeterde platform blijkt geen succes en resulteert niet in meer klanten.

De problemen als gevolg van de uitbesteding van essentiële onderdelen van de dienstverlening voor klanten aan KBC, die ook de clearing verzorgd, worden niet opgelost. Over een bankstatus om dit aan te pakken wordt wel gesproken maar het initiatief wordt snel weer afgeblazen. De online strategie wordt echter onverkort gehandhaafd en naar buiten gecommuniceerd. Duidelijk wordt dat het aantal klanten en de omzet substantieel moeten toenemen om uit de verliezen te komen. Om de tekortkomingen in het platform te adresseren en de organisatie te versterken moet veel werk verzet worden en geïnvesteerd worden terwijl de markt reeds verdeeld lijkt te zijn. Niet de strategie wordt aan de orde gesteld maar besloten wordt het ambitieniveau te verhogen door het besluit (ook) de retail markt op te gaan. Dit besluit wordt naar de markt gebracht zonder dat er een gedegen plan aan ten grondslag ligt.

Het bevreemdt onderzoekers dat de RvC met de communicatie over deze strategie heeft ingestemd. Ook onduidelijk blijft hoe de samenwerking met Avalon de doelstellingen van Online Trader dichterbij had kunnen brengen. Bovendien was er geen enkele basis om te verwachten dat Avalon een bijdrage zou kunnen leveren om de technische problemen met betrekking tot het platform op te lossen. Ook kon geen bijdrage worden verwacht op basis van ervaring bij het opbouwen van een op de retail strategie afgestemde organisatie. De marketing effectiever maken door middel van shops in de winkels van Avalons dochterbedrijf Music Store en de beoogde uitrol van interactieve televisie ontbeert volgens onderzoekers realiteitszin.

Van den Berg heeft, als bestuurder van de onder toezicht staande vennootschap waarin Online Trader werd uitgebouwd, de ontwikkeling van Online Trader vanaf het begin in zijn portefeuille gehad. Geconstateerd kan worden dat hij niet in staat is gebleken het project tot een succes te maken en dat de beslissing ermee te stoppen vóór maar niet door hem is genomen.

Het besluit in augustus 2008 om de stekker uit Online Trader te trekken is volgens onderzoekers op zichzelf verstandig geweest, maar veel te laat genomen.

(c) Avalon

De kennis binnen VDM over de afspraken met Avalon is door Den Drijver, Kroon en Wolfswinkel bewust in kleine kring gehouden, al is niet helemaal duidelijk geworden waarom. Bij het aangaan van de afspraken is er geen onderzoek gedaan naar Avalon en al helemaal niet naar DIMP. Men ging geheel af op de 2 gepresenteerde Business Plans.

De Avalon en Music Store Business Plannen komen onderzoekers weinig overtuigend voor. Van de 3 "divisies":

- moest Music Store, met het geld van VDM, nog aangekocht worden. De VDM directie heeft daarbij niet kritisch naar de inhoud en geschiktheid van de Music Store voor aansluiting bij VDM gekeken maar zonder onderzoek en zonder inschakeling van stafmedewerkers of adviseurs aangenomen dat muziekwinkels ook geschikt zouden zijn om particulieren beleggingsdiensten aan te bieden, een aanname waar twijfels bij te plaatsen zijn.
- XITE was toen nog niets en is nooit wat geworden.
- DIMP is pas anderhalf jaar later overgenomen (op 31 maart 2009) en kende een moeizame financiële geschiedenis (het was volgens de balans technisch failliet). Ook daarnaar is door VDM (Den Drijver, Kroon, Wolfswinkel) niet gekeken.

Volgens Van der Linden verkocht Maring met Avalon "*een kerstboom*"¹ en na lezing van het dossier kunnen de onderzoekers zich in die beschrijving goed vinden.

VDM kreeg met een lening van EUR 6 miljoen en wat andere contributies (kosten vergoedingen, bijdrage aan ontwikkeling) bij conversie 25% van Avalon. De aandeelhouders van DIMP kregen met de inbreng van het verlieslatende DIMP 20% van Avalon. Extra knellend in die optiek is dat van de lening van VDM aan Avalon een bedrag van EUR 750.000 is gebruikt om persoonlijke leningen van Kroon en gelieerde aandeelhouders (onder wie zijn 2 zonen) van DIMP af te betalen, terwijl DIMP op dat moment geen andere relatie had met Avalon dan een letter of intent uit november 2007.

Niet alleen werd er geen onderzoek door VDM gedaan, ook uit de documentatie van de lening wordt duidelijk dat de professionals die er bij VDM waren bij de totstandkoming ervan niet door Den Drijver en Kroon betrokken werden. Wolfswinkel werd uit het overleg met Avalon gehaald toen hij te kritisch werd. Pas bij de komst van de, onafhankelijke, consultant Van der Linden werd er naar het

¹ Gespreksverslag Van der Linden, p. 32.

technologische platform echt kritisch gekeken. Dit had tot gevolg dat de belangen van VDM bij de uitvoering van het "Avalon dossier" niet werden gewaarborgd. Zo is veel van het werk dat Avalon voor en ten behoeve van de samenwerking met VDM moest doen doorbelast aan VDM zonder dat hiervoor schriftelijke afspraken waren, zijn de commissariaten bij Avalon anders vervuld dan met VDM was overeengekomen en is er "uit coulance" gehandeld tegenover DIMP terwijl het op dat moment niet was overgenomen door Avalon.

In tegenstelling tot de indruk die Kroon in zijn gesprek met onderzoekers wekte was hij nauw betrokken bij zowel het Avalon als het DIMP dossier. Dat blijkt uit de notulen van de verschillende vergaderingen waaruit door onderzoekers is geciteerd. Maring wekt in zijn e-mail aan Moos van 13 juli 2009 de indruk dat Kroons enige betrokkenheid was als commissaris van DIMP maar onderzoekers hebben de indruk gekregen dat hij dit eerder deed om Kroon te beschermen dan als bevestiging van de feitelijke gang van zaken. De nauwe relatie tussen Maring en Kroon zoals die al bleek uit de in 226 genoemde brief van 13 juli 2009 wordt zichtbaar in de e-mailwisseling tussen beide heren in het voorjaar van 2010 waarbij Maring Kroon adviseert wat te benadrukken met betrekking tot zijn positie bij VDM in de enquêteprocedure en voorts uit het feit dat Kroon na zijn vertrek bij VDM in juli 2009 een consultancy overeenkomst met Avalon heeft gesloten ingaande op 1 augustus 2009 om te bemiddelen bij het vinden van verdere funding voor Avalon in 2009 en 2010. Het versturen van een nota aan Avalon voor EUR 300.000 ter zake van funding als wederpartij in een zaak die hij als adviseur van VDM behandelde, is, los van het feit of de nota vervolgens is ingetrokken of betaald, een belangenverstrengeling die getuigt van weinig begrip van corporate governance normen. Ook zijn rol in de kwestie van de huur van Schiphol, een zaak die niet in het belang was van VDM, getuigt van die instelling.

(d) GSFS

De samen met GSFS ondernomen dividendarbitrage activiteiten waren niet verboden, maar door toezichthouders werd er wel steeds kritischer naar gekeken. Er waren signalen in de markt dat partijen steeds voorzichtiger met dit soort transacties omgingen.

Gezien de bijdrage aan de winst die deze activiteiten in het eerste seizoen (januari tot juli 2008) al opleverden en de verliezen die er elders binnen VDM werden geleden is door de RvB bewust het risico genomen van mogelijke reputatieschade die met name de omvang van deze activiteiten kon opleveren.

Hoewel GSFS stelt dat VDM door het persbericht van 26 maart 2009 waarin VDM aankondigde de vorderingen op de diverse belastingdiensten af te boeken bijgedragen heeft aan het beeld dat deze activiteiten verlieslatend c.q. ongewenst zouden zijn, hebben onderzoekers kunnen vaststellen dat het besluit gefundeerd genomen is na daartoe dienend advies van experts.

Het project Zuid-Zeeland (de minderheidsdeelnemingen VDM in de 2 GSFS vennootschappen) werd enigszins prematuur (hoewel juridisch juist) in de markt aangekondigd, aangegaan op voor VDM ongunstige voorwaarden en had een aantal inherente belangen tegenstrijdigheden die in de voorliggende, nimmer getekende documentatie niet werden opgelost. Het versterkte de met de PSA gecreëerde indruk dat Vogel royaal werd beloond voor de door hem ingebrachte expertise maar dat de risico's, onder andere het reputatie risico, geheel voor rekening van VDM kwamen.

Daarbij hebben onderzoekers niet de indruk gekregen dat VDM controle had over de dividendarbitrage activiteiten noch over de daarmee gepaard gaande risico's.

Het afblazen van de participatie is in onderling overleg met GSFS gebeurd. Aan de kant van VDM speelde mee dat werd ingeschat dat project Zuid-Zeeland eerder een verwatering dan een positieve

impact op het aandeel VDM zou hebben gezien het feit dat was voorzien dat GSFS het recht op meer aandelen VDM had als de koers onder EUR 4 zou zakken.

Vogel kreeg een steeds grotere rol te spelen bij VDM, groter dan de samenwerking met GSFS rechtvaardigde. Op zich was versterking van het management een valide doel. Onderzoekers hebben uit de opmerkingen van sommige van de geïnterviewden de indruk gekregen dat bij het afblazen van de deelneming in GSFS ook een rol heeft gespeeld dat er een zekere "clash of personalities" begon te ontstaan tussen Den Drijver en Kroon enerzijds en Vogel anderzijds.

Wat betreft de in het kader van de PSA ondernomen dividendarbitrage transacties kan worden gesteld dat ze wel een groot deel van de winst van VDM gingen bepalen en dat ze, gezien het interne onderzoek in Zwitserland, op het scherp van de snede zijn uitgevoerd. Naar aanleiding van de problematiek rond het verkrijgen van de vouchers in Duitsland kunnen vraagtekens geplaatst worden bij het risico management ter zake.

2. Liquiditeitspositie, inkoop, aflossen leningen

Na de overname van Curvalue is de netto omzet van VDM gestegen van EUR 112.3 mio in 2005 naar EUR 149.4 mio in 2006. De omzet heeft zich op dat niveau gehandhaafd tot en met 2008. In de jaren 2006 tot en met 2008 wordt de resultaten rekening afgesloten met substantiële verliezen. Deze verliezen komen voor een groot deel voor rekening van "niet voortgezette activiteiten". Echter niet alleen oude ook nieuwe initiatieven worden na verloop van tijd beëindigd, waarmee verliezen gepaard gaan (zoals GIBEX). Dividend over gewone aandelen moet elk jaar worden gepasseerd. Het buffervermogen (original own funds, zie nr. 291), dat wil zeggen het eigen vermogen na aftrek van minderheidsdeelnemingen, goodwill en immateriële activa daalt van EUR 135.1 mio (ultimo 2006) naar EUR 31.9 mio (ultimo 2008).

Door de beëindiging van de activiteiten VDM Specialists in de USA, een begrijpelijke beslissing, ontstond er een verplichting tot terugbetaling van de in de USA opgenomen achtergestelde leningen. Deze informatie heeft VDM duidelijk gecommuniceerd in de F20 rapportages vanaf 2006.

Met behulp van de beschikbare informatie van de clearing, risk management en de afdeling finance & control konden de omzet, het resultaat en de liquiditeit op de voet (dat wil zeggen van dat tot dag, met vertraging van één werkdag) worden gevolgd. Deze informatie was bovendien beschikbaar op het niveau van "*business lines*", groepen van handelaren en individuele handelaren. De RvB was doorlopend en redelijk accuraat geïnformeerd over de gang van zaken en de liquiditeitspositie. Voor de liquiditeitsbewaking in het voorjaar en de zomer van 2009 wordt verwezen naar hoofdstuk 5.

De 2 inkoopprogramma's in het eerste halfjaar van 2008 betekenden een aanslag op het buffer vermogen van ongeveer EUR 30 miljoen. Al in juni 2007 wordt als één van de redenen genoemd het uitgeven van aandelen aan werknemers, een reden die ook weer genoemd wordt in juni 2008, hoewel er ook dan niet een "incentive plan" voor werknemers is. Ook zal meegespeeld hebben optimisme in het denken van de RvB over de rentabiliteit van de voortgezette activiteiten na sluiting van VDM Specialists en de mogelijkheid om nieuwe activiteiten te entameren waarvoor mogelijk betaald zou worden met aandelen VDM (zoals de deelname in GSFS). Met name bij het tweede inkoopprogramma kan de vraag gesteld worden of de onttrekking aan het buffer vermogen voor nog niet geconcretiseerde plannen verstandig was. Ook had men toen nog geen zicht op de solvabiliteits-eisen onder Basel II. Onderzoekers hebben na globale bestudering van het koersverloop van het aandeel VDM geen bijzondere bewegingen gezien ten tijde van cq kort na de data van de inkoopprogramma's. Naar verluid is dit onderwerp van een "hangend" onderzoek bij de AFM.

Onderzoekers hebben de indruk dat de RvB en het management niet veel aandacht hadden voor een structureel kapitaalbeleid. Wolfswinkel noemde Basel II wel als belangrijk project in zijn notitie van

24 juni 2008 (Bijlage 12) maar onderzoekers hebben geen document aangetroffen waaruit blijkt dat het kapitaalbeleid op lange termijn is geanalyseerd en vastgelegd. Daarnaast wordt Basel II als key project pas in het tweede kwartaal van 2008 operationeel. Alhoewel pas van toepassing per 1 juli 2008 is dat nieuwe beleid van DNB ruime tijd daarvoor aangekondigd. VDM rapporteert Fin Rep en Cor Rep (Pillar I van Basel II) wel binnen de daarvoor gestelde termijn maar ICAAP (Pillar II) wordt vertraagd ingevoerd. Tijdens hun onderzoek naar de halfjaar cijfers 2009 heeft E&Y pas voor het eerst naar de Basel II rapportage gekeken, hetgeen resulteerde in een groot aantal aandachtspunten c.q. discussiepunten terwijl duidelijk is dat VDM op basis van een worst case scenario over slechts een gering overschot van het benodigde minimale zg. Pillar II vermogen kan beschikken (EUR 2-3 mio).

Er was weinig gestructureerd aandacht voor financiering door derden: de leningen van Kaptein en Prolanium waren op z'n best slechts "*opportunities*" waarbij onmiddellijk duidelijk zou moeten zijn dat daaraan zekere afbreuk risico's zijn verbonden. In 2009 was duidelijk geworden dat er weinigen waren die klaar stonden verder risico dragend vermogen aan VDM te verstrekken en derhalve is het verbazend dat zo lang gewacht is met initiatieven om de KBC kredietfaciliteit veilig te stellen. Er is een discrepantie tussen Den Drijvers gevoel over de kansen om de lening te verhogen en te verlengen en het gevoel dat Zwart (als "bankier") kreeg bij de vragen van KBC van 18 juni 2009. Duidelijk is geworden dat KBC het vertrouwen in VDM op dat moment verloren had.

3. Corporate Governance

(a) RvB

Binnen 1 jaar na het aantreden van Den Drijver als CEO waren de 2 bestaande leden van de RvB vertrokken, naar onderzoekers hebben kunnen vaststellen vanwege "*incomptabilité*" met Den Drijver. De (voorzitter van de) RvC kende de redenen, maar meende dat de RvC de voorkeur van de nieuwe CEO moest laten prevaleren. Dat is een keuze van de RvC die in dat eerste jaar wel te begrijpen is, maar tegelijkertijd lagen er signalen over hoe Den Drijver als CEO met (tegenspraak van) zijn collega's in de RvB omging.

De inschakeling door Den Drijver van Blaauwendraad voor de search van een nieuwe CFO terwijl hij daar geen toestemming van de RvC voor had was vooral voor de heer Van den Brink aanleiding tot ongenoegen. Een ongenoegen dat na perikelen rond het vertrek van Hebels en de aanstelling van Kroon als adviseur tegen de wens van de RvC in, uiteindelijk leidde tot zijn vertrek in augustus 2007. De berichtgeving in De Telegraaf in maart en april 2007 en de communicatie daarover tussen de RvC en Drijver was symptomatisch voor de verslechterde verhouding tussen Den Drijver en de RvC, met name Van den Brink.

Dat Wolfswinkel een jaar na zijn aantreden een groot onbehagen voelde over de samenwerking binnen de RvB en met name het optreden van Kroon vinden onderzoekers buitengewoon veelzeggend, reden waarom zij de feiten betreffende de aanloop naar zijn vertrek in de zomer van 2008 zo uitvoerig hebben weergegeven. De snelle overdracht door Den Drijver en Kroon van zijn functie aan Moos is mogelijk mede bepaald door het feit dat Moos had aangegeven VDM te willen verlaten maar tekenend voor de "grip" die de heren wensten te hebben op het bedrijf is dan toch zeker het creëren van een tweede echelon Group Presidents in plaats van een eerste echelon bestuurders. De relatieve volgzzaamheid van de RvC in dit dossier is slecht verklaarbaar, zij het dat De Marez Oyens naar zijn zeggen instrumenteel was bij het besluit, tegen de wens van Kroon in, Moos geen CFO te laten worden omdat hij haar daarvoor nog te jong vond.

In hoofdstuk 4.2(d) zijn feiten weergegeven met betrekking tot de beperkte aanwezigheid van Den Drijver, de buitengewone "portier-functie" die Van der Ham vervulde bij de toegang tot hem, de moeizame verhouding van den Drijver tot de 4 voorzitters van de RvC die hij in de 3 jaar van zijn

CEO-schap had, de uitdunning van de RvC, het gebruik van veel (en dure) adviseurs en de gebreken in de interne organisatie. Er moest op veel vlakken tegelijk gehandeld worden en in dat licht is de door Den Drijver ingegeven keuze met adviseurs en interimmers te werken ten koste van investering in permanente staf een niet goed te begrijpen gedragslijn.

Onderzoekers hebben weinig toe te voegen aan wat zij aan feiten weergaven over het declareer- en uitgavengedrag van Den Drijver. Het optreden van de RDD Family Foundation ten tijde van het aandeleninkoop programma in de eerste helft van 2008 geeft op zijn minst grond aan de gehoorde stelling dat Den Drijver meer optrad als de directeur-groootaandeelhouder van een particuliere onderneming dan als CEO van een beursfonds, maar onderzoekers sluiten niet uit dat er meer aan de hand was, zeker gezien de gebreken in de Wft meldingen over het bezit van de RDD Family Foundation. Daarvoor verwijzen onderzoekers naar het lopende onderzoek van de AFM. Zoals elders is opgemerkt zijn de ingekochte aandelen nooit gebruikt voor één van de doelen die als reden over het programma waren gegeven, zoals het wel onderzochte maar nimmer gerealiseerde incentive plan voor personeel.

Dat Den Drijver meer een man van ideeën was dan de leider van een organisatie blijkt uit de vele projecten die hij entameerde. Hoewel er een noodzaak bestond om in nieuwe richtingen te zoeken stonden sommige projecten wel erg ver van de core-business van VDM af terwijl projecten die daar dichterbij stonden, zoals Online Trader, weinig aandacht kregen. Daarbij stierven veel van de bijzondere projecten een vroege dood door gebrek aan opvolging.. Het leidde tot een zich steeds aanpassende communicatie over de strategie van VDM.

(b) RvC

Onderzoekers hebben weergegeven hoe de RvC steeds kleiner werd. Naast het feit dat het moeilijk was om nieuwe commissarissen te vinden hield dit ook verband met Den Drijvers wens een one-tier board te hebben en zijn verhouding met de respectievelijke voorzitters van de RvC. Alleen Van den Broek en De Marez Oyens zijn aan het einde van hun reguliere termijn als commissaris vertrokken zonder te clashen met Den Drijver.

De Audit Committee was een serieus gremium, dat veel vergaderde. Er waren goede notulen van de vergaderingen. De onderwerpen die er aan de orde kwamen zijn wat men zou verwachten. Serieuze discussies vonden er ook plaats met E&Y. De signalen die er binnen dit comité werden afgegeven over risk management zijn echter niet waarneembaar opgepakt. Ook bij de RvC werd met regelmaat genotuleerd. Wel valt op dat stukken voor de RvC vaak pas op de dag zelf worden gedistribueerd en dat verzoeken vanuit de vergadering om opvolging en nadere informatie vaak onopgevolgd bleven.

Na het vertrek van Arentsen was van pro-actief toezicht door de RvC geen sprake meer. De Marez Oyens stond praktisch alleen voor de taak tegenwicht te bieden aan Den Drijver in de drie-kwart jaar tot aan zijn vertrek, waarin hij nauwelijks is geslaagd, mede door het steeds duidelijker optreden van Kroon binnen het bedrijf. McNally was hem daarin weinig tot steun. In hoofdstuk 5 hebben onderzoekers weergegeven hoe de dynamiek veranderde met het aantreden van Zwart als voorzitter.

Onderzoekers hebben nergens tekenen gezien of iets gehoord waaruit opgemaakt zou kunnen worden dat de RvC belangstelling had voor de ontwikkeling van Online Trader noch de uitrol van het platform naar de retailmarkt (zonder een daarop afgestemd bedrijfsplan) noch de plotselinge stopzetting ervan in augustus 2008, terwijl de ontwikkeling van dat platform toch een van de pijlers was waarop de overname van Curvalue in 2006 was gebaseerd.

Het verbaast onderzoekers dat de RvC niet ingegrepen heeft toen vanaf mei 2008 duidelijk werd dat mensen als Wolfswinkel weggingen omdat ze de aanwezigheid en bemoeienis van Kroon

onwenselijk vonden. Maar het was dan ook niet meer dezelfde RvC die in maart 2007 tegen de benoeming van Kroon als adviseur was geweest. Daarvan was in mei 2008 alleen De Marez Oyens nog over.

(c) Verloop stafmedewerkers

Onderzoekers hebben weergegeven hoe na het aantreden van Den Drijver de oud-VDM stafmedewerkers vertrokken en de management laag onder de RvB bijna geheel uit oud-Curvalue medewerkers bestond. Tot heel lang zijn er twee bloedgroepen blijven bestaan, waarbij niet hielp dat de twee groepen op twee verschillende locaties in Amsterdam bleven zitten tot aan de zomer van 2009.

Het grote verloop van staf werd niet opgevangen en zorgde voor overbezetting van loyale medewerkers maar ook voor instabiliteit in de organisatie. Tegelijkertijd hielden de voor VDM uiterst onvoordelige en op het gebied van bonussen niet-marktconforme contracten met (voornamelijk oud-Curvalue) handelaren de organisatie gegijzeld in een houdgreep die heeft bijgedragen aan de slechte resultaten in een situatie die lang (tot aan het faillissement) heeft geduurd.

Compliance en IT, kritieke functies voor een bedrijf als VDM, hebben een vaak wisselende leiding gehad. Met name het feit dat compliance officers vaak dubbele functies als handelaren hadden bevreemdt, terwijl de signalen over de IT functie en de verbeterpunten daar eigenlijk gedurende de hele Onderzoekperiode dezelfde bleven.

(d) Kroon

Onderzoekers hebben Den Drijver niet kunnen vragen waarom hij Kroon terughaalde. Uit gesprekken met anderen hebben onderzoekers de indruk gekregen dat Den Drijver en Kroon op één lijn zaten en dat Kroon, naar de mening van Den Drijver, de people handling skills had die Den Drijver niet bezat. Den Drijver en Kroon moeten Kroons terugkeer wel vurig gewild hebben want zijn benoeming ging in tegen de wens van de gehele RvC.

Kroon is vanaf mei 2008 door Den Drijver nadrukkelijk in de organisatie neergezet en gezien zijn activiteiten is niet goed vol te houden dat hij niet is opgetreden als ware hij mede-bestuurder. Een mede-bestuurder die ook duidelijk nodig was, zoals bleek uit de gesprekken die Kroon in mei 2008 voerde (en dat was nog vóór het vertrek van Wolfswinkel).

Kroons beloning was royaal, nog daargelaten of hij nu EUR 25.000 of meer kreeg per maand (zie nr. 475). Zijn bonus van EUR 400.000 over 2008, een jaar waarover Den Drijver afstand deed van zijn bonus, en waar de resultaten tegenvielen, was buitengewoon. Daarnaast was er een patroon van het declareren van onkosten, het inzetten van zoons en bekenden in advies- en/of leveranciersfuncties en het vragen van vergoeding voor bemiddeling tussen VDM en een derden als Avalon die niet passen binnen de corporate governance normen zoals die anno 2007 en 2008 golden.

Daarmee willen onderzoekers niet voorbij gaan aan Kroons loyaliteit aan VDM en het feit dat hij in een vacuüm stapte dat door Den Drijver was gecreëerd met het heensturen van zijn mede-RvB leden en het niet voorzien in hun vacatures.

4. Periode tot aan faillissement

Het werd Zwart en Paardekooper binnen een maand of twee na hun aantreden duidelijk dat VDM er slechter voorstond dan zij op basis van hun due diligence hadden voorgesteld. Dat betekent niet noodzakelijk dat zij lichtvaardig onderzoek hadden gedaan voorafgaand aan hun aantreden. Het komt onderzoekers verstandig voor dat Zwart en Paardekooper vervolgens verdere stappen zorgvuldig hebben besproken met DNB/AFM. Gezien de intensiteit van dat overleg ligt het voor de

hand aan te nemen dat de "inval" van 3 juli 2009 daar niet los van staat. Zwart heeft onderzoekers desgevraagd gezegd dat hij het onderzoek door AFM/DNB niet heeft geïnitieerd maar er zijn anderen die tegenover onderzoekers hebben gezegd dat hij het tegendeel heeft beweerd. Het is opvallend dat door AFM/DNB naar zaken als Avalon werd gevraagd die zij niet op basis van eigen informatie konden weten. Zwart en Paardekooper hebben er verstandig aan gedaan, ondanks de belasting voor de organisatie die daarmee gepaard ging, om zelf onderzoek (te doen) uitvoeren, zoals het onderzoek van K&P en van E&Y. Ook maakten zij afspraken met de RvB over het door hen gewenste beleid en interne procedure.

De vergaderingen van de RvC en de Audit Committee van 25 juni 2009 zijn voor de nieuwe commissarissen maar ook voor mensen als Moos een keerpunt: duidelijk werd dat de RvB wenste dat niet over de cash problemen gecommuniceerd zou worden, en door het optreden van met name Kroon terzake van vragen over het Avalon dossier in combinatie met de feiten die daarover bekend werden verdween het vertrouwen, ook van loyale medewerkers als Moos. Het traineren door Den Drijver bij het geven van de opdracht aan K&P creëerde wrevel bij de nieuwe commissarissen: een uit het verleden herkenbaar patroon.

De nieuwe commissarissen zijn begonnen na hun aantreden met het zoeken naar een CFO die als derde lid van de RvB (naast Den Drijver en de toen nog verwachte benoeming van Kroon) zou toetreden. Zij zijn daarbij door de omstandigheden ingehaald en hebben toen de begrijpelijke afweging gemaakt zelf actief "*mee te kijken*" in afwachting van het beeld dat zou ontstaan uit de onderzoeken.

De begrijpelijke melding van Moos aan Zwart op 15 juli was de katalysator voor het vertrek van Den Drijver en Kroon op 16 juli 2009. Dat vertrek was voor Zwart en Paardekooper in de weken daaraan voorafgegaan welhaast onvermijdelijk geworden. Zwart heeft onderzoekers gezegd dat Zwart en Paardekooper op 15/16 juli 2009 geen reële alternatieven hadden anders dan het niet benijdenswaardig zelf inspringen als tijdelijk bestuurder en dat DNB en AFM daar meer van verwachtten dan van de benoeming van een stille curator. McNally, wiens rol op dat moment was uitgespeeld, had toen ook beter kunnen gaan, maar hij heeft gewacht tot de datum van surséance.

Zwart en Paardekooper hebben in kort tijdsbestek een uiterste krachtsinspanning geleverd om zaken ten gunste te keren. Zij hebben zich laten bijstaan door ervaren professionele juridische en financiële adviseurs, ze hebben adequaat gecommuniceerd met werknemers en derden die met VDM verbonden waren en ze hebben de toezichthouders en bewindvoerders voldoende geïnformeerd. Het komt onderzoekers voor dat Zwart en Paardekooper bij hun aanpak op het risico van surséance en een daaropvolgend faillissement gewezen zijn en dat hebben meegewogen. Onderzoekers hebben een nauwkeurige weergave gezien van alle gesprekken en handelingen die Zwart en Paardekooper hebben ondernomen in de periode voorafgaand aan het faillissement en menen dat zij zorgvuldig te werk zijn gegaan.

Hun taak was makkelijker geweest en had meer kans van slagen gehad als VDM eerder was begonnen met het verbeteren van de kapitaalsbasis van de groep en als het bedrijf in deze fase minder afhankelijk was geweest van GSFS.

Van der Linden heeft zich in kritische zin uitgelaten over het streven van Zwart en Paardekooper naar een ander resultaat dan surseance. Naar zijn idee was "*60% van de reorganisatie die noodzakelijk is*" gedaan en was er nog "*20 miljoen nodig om die reorganisatie helemaal af te ronden en met een kleine kern door te gaan*." Van der Linden zei dat al na een paar dagen Zwart de liquiditeits prognoses van hem, Pronk en Moos te optimistisch vond en toen al vond dat "*een zelfstandig voorbestaan van VDM niet reëel*" was.²

²

Gespreksverslag Van der Linden, p. 38.

De oprechte poging de fiscale vorderingen te verkopen zijn bemoeilijkt door de afhankelijkheid van GSFS. Achteraf gezien is de volle waarde van de Duitse vorderingen gerealiseerd (zij het onder Nachprüfung) door ze niet te verkopen maar onderzoekers hebben geen aanwijzingen te veronderstellen dat Zwart en Paardekooper bekend waren met het feit dat de Duitse fiscus op 16 september de vordering op EUR 32 miljoen zou vaststellen.

1. INLEIDING

1.1 Opzet verslag

1. Bij beschikking van 5 juli 2010 (rekestnummer 200.051.512/01 OK) heeft de Ondernemingskamer van het Gerechtshof te Amsterdam een onderzoek bevolen naar het beleid en de gang van zaken van Van der Moolen Holding N.V. ter zake van de volgende onderwerpen:
 - (i) de strategie van VDM, inspelend op het wegvallen van de traditionele hoekmanactiviteiten, in het bijzonder (i) de overname van Curvalue Beheer en de afwikkeling van de transactie, met name de totstandkoming van de overnamesom, de afboeking van de goodwill en de earn-out regeling, (ii) de analyse en het uitrollen van het Online Trader platform, (iii) de samenwerking met en de verstrekking van de lening aan Avalon en de analyse die er aan ten grondslag lag en (iv) het entameren en afblazen van de deelname in GSFS met het oog op arbitrageactiviteiten;
 - (ii) de (bewaking van de) liquiditeitspositie van VDM, de inkoop van eigen aandelen en het aflossen van achtergestelde leningen in 2008;
 - (iii) de corporate governance bij VDM, meer in het bijzonder de samenstelling en het functioneren van (de leden van) de RvB en de RvC, de eventuele verstoorde verhouding tussen de RvB en de RvC, de rol van adviseur Kroon en het verloop van staffunctionarissen; en
 - (iv) de periode onmiddellijk voorafgaand aan het faillissement van VDM en of dat faillissement af te wenden was.
2. Het onderzoek heeft betrekking op de periode 1 januari 2005 tot 10 september 2009 (de **Onderzoekperiode**).
3. Bij beschikking van 23 juli 2010 heeft de Ondernemingskamer tot onderzoekers benoemd mr. S. Hepkema³ en drs. C.J.M. Scholtes⁴. Aan onderzoekers is een kopie van het procesdossier ter hand gesteld.
4. Dit verslag is als volgt opgebouwd. In paragraaf 1.2 van dit eerste, inleidende hoofdstuk wordt de werkwijze van onderzoekers en het verloop van het onderzoek besproken. In paragraaf 1.3 wordt een beeld geschetst van VDM, haar belangrijkste organen en de wijze waarop de vennootschap in de periode waarop het onderzoek betrekking heeft, werd geleid. Ook worden in deze paragraaf de belangrijkste personen geïntroduceerd. Ten slotte worden in deze paragraaf enkele kerncijfers van de onderneming van VDM weergegeven
5. De bevindingen van onderzoekers ten aanzien van het eerste onderwerp van onderzoek, de strategie van VDM, in het bijzonder (i) de overname van Curvalue Beheer en de afwikkeling van de transactie, met name de totstandkoming van de overnamesom, de afboeking van de goodwill en de earn-out regeling, (ii) de analyse en het uitrollen van het Online Trader platform, (iii) de samenwerking met en de verstrekking van de lening aan Avalon en de analyse die er aan ten grondslag lag en (iv) het entameren en afblazen van de deelname in GSFS met het oog op arbitrageactiviteiten worden besproken in hoofdstuk 2. Hoofdstuk 3 ziet op de tweede onderzoeksopdracht en valt in vier delen uiteen. Het eerste deel heeft betrekking op de (bewaking van de) liquiditeitspositie van VDM, het tweede deel op het aflossen van achtergestelde leningen in

³ Advocaat en Partner van Allen & Overy LLP te Amsterdam.

⁴ Econoom en President-commissaris bij BinckBank.

2008, het derde deel op de inkoop van eigen aandelen en het vierde deel op gang van zaken rond financiering in het algemeen en de kredietfaciliteit van KBC. Hoofdstuk 4 heeft betrekking op de derde onderzoeksopdracht, de corporate governance bij VDM, meer in het bijzonder de samenstelling en het functioneren van (de leden van) de RvB en de RvC, de rol van adviseur Kroon en het verloop van staffunctionarissen. Hoofdstuk 5 tot slot heeft betrekking op de periode onmiddellijk voorafgaand aan het faillissement van VDM en of dat faillissement af te wenden was.

1.2 Werkwijze en verloop van het onderzoek

(a) Werkwijze

6. Na hun benoeming en bestudering van het procesdossier hebben onderzoekers allereerst een plan van aanpak opgesteld. In dit plan van aanpak hebben onderzoekers de onderzoeksvragen geformuleerd, zoals zij die uit de beschikking van de OK van 5 juli 2010 hebben begrepen. Voorts is in het plan van aanpak een voorlopige lijst opgenomen van betrokkenen die onderzoekers wensten te spreken en is een overzicht opgenomen van de procedurele uitgangspunten die onderzoekers gedurende het onderzoek in acht zouden nemen.
7. Het plan van aanpak is op 2 augustus 2010 gestuurd naar de voorzitter van de Ondernemingskamer en op 5 augustus 2010 besproken met de voorzitter van de Ondernemingskamer. Deze heeft aangegeven dat het plan en de daarin geformuleerde onderzoeksopdrachten hem geen aanleiding tot opmerkingen gaven. Het plan van aanpak is bij dit verslag gevoegd als **Bijlage 1**.
8. Onderzoekers hebben het plan van aanpak tezamen met een uitnodiging voor een kennismakingsgesprek op 17 augustus 2010 respectievelijk 19 augustus 2010 ter becommentariëring toegezonden aan partijen. De onderzoekers hebben op 23 augustus 2010, 30 augustus 2010 respectievelijk 5 oktober 2010 kennismakingsgesprekken gevoerd met ASR, VEB c.s., curatoren, de heren Zwart en Paardekooper en de (advocaat van de) heer Den Drijver waarin partijen het plan van aanpak hebben gesproken. Voor zover zij dat wenselijk achtten, hebben onderzoekers de suggesties van partijen in het onderzoek meegenomen.
9. Gezien de omvang van het onderzoek hebben onderzoekers zich laten bijstaan door een secretaris. Tot secretaris is benoemd mr. J.M.F. Smaling, advocaat bij Allen & Overy LLP en medewerker van onderzoeker Hepkema. Mr. Smaling functioneerde als contactpersoon voor de onderzoekscommissie en is in voorkomende gevallen tevens opgetreden als procureur van onderzoekers. Onderzoekers zijn haar en mr. H.A. Heikens zeer erkentelijk voor de steun die zij hebben verleend.
10. Onderzoekers hebben verder gebruik gemaakt van de ondersteunende diensten en faciliteiten (secretariële ondersteuning, vergaderruimten, computers, opnameapparatuur etc.) van het kantoor van onderzoeker Hepkema.
11. De door onderzoekers in het plan van aanpak genoemde documenten zijn door curatoren namens VDM in september en oktober 2010 aangeleverd. Op verscheidene momenten gedurende het onderzoek hebben onderzoekers aanvullende documenten opgevraagd, die door VDM steeds binnen redelijke termijn zijn aangeleverd.
12. Een lijst van alle door onderzoekers geraadpleegde stukken wordt overgelegd als **Bijlage 2**.
13. Op basis van het procesdossier en na bestudering van de stukken hebben onderzoekers een lijst opgesteld van personen die zij in het kader van het onderzoek wensten te interviewen. Deze lijst was opgenomen in het plan van aanpak en is zodoende met de procespartijen besproken. De lijst is in de loop van de tijd aangepast doordat een interview toch niet nodig werd geoordeeld of een persoon juist aan de lijst werd toegevoegd. De onderzoekers hebben bij de selectie van te interviewen personen een afweging gemaakt tussen enerzijds het belang van het onderzoek en anderzijds het

streven om de groep van te interviewen personen niet al te uitgebreid te maken, mede gezien de tijd en kosten die met de interviews gemoeid waren. Onderzoekers hebben 21 personen geïnterviewd. De duur van deze interviews was gemiddeld 2 tot 3 uur. Alle interviews zijn afgenomen door beide onderzoekers gezamenlijk. Een lijst van alle geïnterviewde personen is opgenomen in **Bijlage 3**. Daarnaast heeft één der onderzoekers een gesprek gehad met de AFM.

14. De interviews (met uitzondering van het gesprek bij de AFM) zijn steeds op band opgenomen aan de hand waarvan er samenvattende gespreksverslagen zijn gemaakt. Van slechts enkele interviews zijn verbatim gespreksverslagen gemaakt. De verslagen zijn op voorwaarde dat deze vertrouwelijk zouden worden behandeld, steeds ter becommentariëring aan de geïnterviewden toegezonden.
15. Onderzoekers hebben niet met Den Drijver gesproken. Hoewel zij reeds in augustus 2010 de partijen voor een gesprek hebben uitgenodigd en nadien aan de raadsman van Den Drijver, die zij ook spraken in zijn hoedanigheid van raadsman van Kroon, hebben aangegeven het belangrijk te vinden Den Drijver te spreken en daarvoor 2 dagen te willen uittrekken is Den Drijver niet verschenen. Een afspraak voor een interview op 29 november 2010 is kort tevoren door (de raadsman van) Den Drijver afgezegd. Een nieuwe afspraak voor 9 en 10 december 2010, tot stand gekomen na correspondentie over reis- en verblijfskosten vergoedingen, is op 8 december 2010 wederom afgezegd. Na een aantal e-mails en voicemailberichten hebben Onderzoekers op 10 januari 2011 de raadsman van Den Drijver aangegeven dat het hun ook in het belang van Den Drijver zelf leek om te verschijnen maar dat zij de voortgang van het onderzoek niet langer wensten te vertragen. Zij gaven in die e-mail Den Drijver tot en met 31 januari 2011 om zich aan te dienen. Zijn raadsman heeft onderzoekers op die datum aangegeven dat Den Drijver nog steeds te ziek was om te verschijnen. Onderzoekers betreuren dit ten zeerste. Veel van de betrokkenen die zij spraken hebben opmerkingen gemaakt over het functioneren van Den Drijver, opmerkingen waarover de onderzoekers gaarne het perspectief van Den Drijver hadden gekregen. Onderzoekers hebben overwogen om Den Drijver door de OK te laten oproepen maar hebben daarvan afgezien om 2 redenen. De eerste is de vertraging in het onderzoek die dat zou opleveren en de daarmee gepaard gaande overschrijding van het budget dat voor het onderzoek door curatoren is uitgetrokken. De andere reden is dat onderzoekers weinig verwachten van het onder ede horen van iemand wiens belang om gehoord te worden zij evident achten maar die vrijwillig daarvan afziet. Onderzoekers zijn uiterst kritisch over het onvermogen van Den Drijver zich gedurende een periode van 6 maanden één keer beschikbaar te maken, hetgeen zij niet anders kunnen opvatten dan onwil. Desalniettemin hebben zij Den Drijver het hele concept-verslag ter becommentariëring gestuurd. De raadsman van Den Drijver heeft onderzoekers laten weten dat Den Drijver het niet opportuun acht om inhoudelijk op het concept rapport te reageren.

(b) Financiën

16. In haar beschikking van 5 juli 2010 heeft de Ondernemingskamer het bedrag dat het onderzoek ten hoogste mag kosten vastgesteld op EUR 100.000, exclusief BTW. Dit bedrag is door VDM op 17 september 2010 bij wijze van voorschot op een door onderzoekers aangewezen rekening betaald. Onderzoekers hebben steeds maandelijks facturen aan VDM gestuurd, waarop is aangegeven welk deel van het budget in de betreffende maand werd benut.
17. In overleg met de Ondernemingskamer en VDM zijn de uurtarieven van onderzoekers vastgesteld. Voor de werkzaamheden van de secretaris en de ondersteunende diensten en faciliteiten zijn tariefafspraken met VDM gemaakt.
18. Bij verzoekschrift van 20 oktober 2010 hebben onderzoekers de Ondernemingskamer verzocht het bedrag dat het onderzoek ten hoogste mag kosten te verhogen met EUR 250.000, derhalve tot EUR 350.000, exclusief BTW. Dit verzoek is bij beschikking van 30 november 2010 toegewezen. Het aanvullende budget van EUR 250.000 is door VDM, opnieuw bij wijze van voorschot, aan

onderzoekers betaald. Het verzoekschrift en de beschikking van de OK worden bijgevoegd als **Bijlagen 4 en 5**.

19. Onderzoekers wijzen er op dat VDM een onderneming in faillissement is, reden waarom zij met curatoren hebben afgesproken dat het totale onderzoek maximaal EUR 425.000 mag kosten. De totale kosten van het onderzoek bedroegen uiteindelijk circa EUR 405.000, exclusief BTW (afgezien van enkele te verwachten kleine, nakomende posten).
20. Bij een verzoekschrift van 21 april 2011 hebben onderzoekers de Ondernemingskamer verzocht het restant van het aan onderzoekers ter beschikking te stellen gedeelte als het bedrag dat het onderzoek ten hoogste mag kosten te verhogen met EUR 55.000, exclusief BTW. Het verzoek is bij beschikking van 11 mei 2011 toegewezen.

(c) Verslag

21. Onderzoekers hebben een concept van hun gehele verslag ter becommentariëring toegezonden aan ASR, VEB c.s., curatoren en de heren Zwart en Paardekooper en de heer Den Drijver.
22. Onderzoekers hebben voorts een concept van het gehele verslag ter becommentariëring voorgelegd aan Kroon, Van der Linden en Moos.
23. Daarnaast zijn Pruis, Rondeltap, Wolfswinkel, Van den Brink, Van den Broek, Arentsen, De Marez Oyens en McNally om uiteenlopende redenen in de gelegenheid gesteld om op (delen van) het verslag te reageren.
24. Hoewel het onderzoek zich niet heeft uitgestrekt tot de taken en verantwoordelijkheden van E&Y, de externe accountant van VDM, komt ten aanzien van de onderzochte onderwerpen de rol en betrokkenheid van E&Y naar de aard der zaak op enkele punten in dit verslag wel aan de orde. Onderzoekers hebben het zorgvuldig geacht ook E&Y in de gelegenheid te stellen op het gehele concept verslag te reageren.
25. Onderzoekers zijn voor alle andere betrokkenen nagegaan of zij een rechtens te respecteren belang hebben om op (delen van) het concept verslag te kunnen reageren, maar zijn tot de conclusie gekomen dat zulks niet het geval was. Anders dan de hiervoor genoemde partijen is derhalve niemand in de gelegenheid gesteld om op (delen van) het verslag te reageren.
26. Bij het toezenden van (passages uit) het concept verslag, hebben onderzoekers de betrokkenen schriftelijk erop gewezen dat zij (de passages uit) het concept verslag strikt vertrouwelijk dienen te behandelen.
27. De hiervoor genoemde partijen zijn in de gelegenheid gesteld om binnen een termijn van twee weken schriftelijk commentaar te leveren op (uitsluitend) feitelijke onjuistheden in (de passages uit) het hen toegezonden concept.
28. Bijna al degenen die daarvoor de gelegenheid kregen hebben commentaar ingediend. Onderzoekers hebben van al deze stukken kennis genomen maar zijn met betrokkenen niet in debat getreden over het ontvangen commentaar. Waar onderzoekers dit nodig oordeelden, hebben zij het schriftelijk ontvangen commentaar in het definitieve verslag verwerkt en dat in een enkel geval aan betrokkene laten weten.
29. Een kopie van de standaard uitnodigingsbrief gaat hierbij als **Bijlage 6**.
30. Onderzoekers merken op dat zij voor wat betreft hun werkwijze op belangrijke punten aansluiting hebben gezocht bij de Aandachtspunten, aanbevelingen en suggesties voor onderzoekers, die de OK

op 1 januari 2011 op haar website plaatste en het boekje Richtlijnen voor de onderzoeker in enquêteprocedures van Van Solinge c.s.⁵

(d) Taak van de onderzoekers

31. Onderzoekers hebben volgens de wet tot taak een onderzoek te doen naar het beleid en de gang van zaken van de rechtspersoon en daarvan verslag te doen, een en ander binnen de grenzen van de door de Ondernemingskamer in haar beschikking van 5 juli 2010 geformuleerde opdracht (zie hierboven paragraaf 1.1). Onderzoekers hebben het tot hun primaire taak gerekend de feiten te onderzoeken en deze, voor zover relevant, op een systematische manier in dit verslag vast te leggen. Onderzoekers doen in dit verslag geen uitspraken over mogelijk wanbeleid van VDM of aan haar gelieerde rechtspersonen. Het is de taak van de Ondernemingskamer om, indien daartoe een verzoek wordt gedaan, vast te stellen of uit het verslag van wanbeleid van de rechtspersoon is gebleken, welke personen daarvoor verantwoordelijk zijn en eventueel voorzieningen te treffen. Voor de goede orde merken onderzoekers op dat de enquêteprocedure in het algemeen, en in het bijzonder ook dit verslag niet zijn gericht op het vaststellen van civielrechtelijke of strafrechtelijke aansprakelijkheid van VDM (of aan haar gelieerde rechtspersonen), bestuurders, commissarissen of andere functionarissen van VDM (of aan haar gelieerde rechtspersonen), E&Y, AFM, DNB of enige andere in dit verslag genoemde (rechts)persoon of organisatie.

(e) Tot slot

32. Ten slotte merken onderzoekers nog het volgende op. Onderzoekers hebben informatie beoordeeld over activiteiten in de periode 2005-2009 in het licht van de omstandigheden die hebben geleid tot de procedure waarvan dit onderzoek deel uitmaakt. Onderzoekers zijn zich ervan bewust dat *with the benefit of hindsight* signalen makkelijker geïnterpreteerd kunnen worden als duidend op onregelmatigheden of onvolkomenheden dan in een eerdere periode het geval zou zijn geweest. Onderzoekers hebben echter steeds getracht niet *hinein* te interpreteren.

1.3 Van der Moolen Holding N.V.

(a) Inleiding

33. In deze paragraaf wordt een beeld geschetst van de vennootschap VDM en haar onderneming, de belangrijkste personen en organen binnen VDM, de strategie die VDM volgde in de periode voorafgaande aan die waarop het onderzoek betrekking heeft en de ontwikkeling die VDM vervolgens heeft doorgemaakt.

(b) De onderneming VDM

34. VDM is opgericht op 1 juli 1892 en was oorspronkelijk actief als hoekman op verschillende beurzen in Europa en de VS. De hoekman zorgt voor het samenbrengen van vraag en aanbod in een aantal hem toegewezen beursfondsen. Op basis van de hoekman bekende orders bevordert hij een zo goed mogelijk verloop van de handel, en een koers waarop vraag en aanbod zoveel mogelijk met elkaar in overeenstemming zijn. Voorts heeft de hoekman, of het hoekmansbedrijf, de verantwoordelijkheid om te zorgen voor een "ordelijk" koersverloop, wat inhoudt dat de hoekman eventueel zelf ook positie in fondsen kan innemen om al te grote schommelingen in de markt op te vangen.

⁵ Mr. J.M. Blanco Fernández, Mr. M. Holtzer en prof. mr. G. van Solinge, *Richtlijnen voor de Onderzoeker in Enquêteprocedures*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, 2004.

35. VDM richtte zich in eerste instantie op aandelen en obligaties, maar voegde hier in de jaren '70 ook derivaten aan toe. In 1986 kreeg VDM een beursnotering in Amsterdam en in 2001 werd VDM ook in New York genoteerd.
36. In de jaren 2000 tot 2003 werd 80% van de omzet in Amerika gegenereerd en 20% in Europa. De hoekmannen hadden op de NYSE een virtuele monopoliepositie in de periode voorafgaande aan de introductie van zogenaamde "hybride systeem".⁶ Na een belang te hebben verkregen in LaBranche in 1997 en het weer verkocht te hebben in 1999 ten tijde van de beursgang van LaBranche, is VDM op zoek gegaan naar een nieuwe activiteit op de NYSE. Dit heeft er uiteindelijk in geresulteerd dat VDM een 75% belang verkreeg in VDM Specialists, dat werd samengevoegd uit een vijftal hoekmanbedrijfjes. De resterende 25% was in handen van individuele handelaren.⁷
37. In 2004 richtte VDM zich binnen Europa op Nederland, Frankrijk, Duitsland, Italië, Zwitserland, Groot-Brittannië en Finland door middel van haar vestigingen in Amsterdam, Londen en Keulen.⁸ De handel in Europa bestond grotendeels uit aandelen en ten dele uit obligaties.

(c) Strategie van VDM

38. Het jaarverslag 2004 gaat in op de veranderingen in de beurshandel, de positie van VDM daarin en de strategische herijking die plaatsvindt binnen VDM:

"After a difficult 2003, we again faced poor trading conditions and weak revenue capture in 2004. Although measures we took to reduce costs in both years helped cushion the effects of a weak environment for securities trading, they could not entirely compensate for the difficult conditions we faced. We concentrated our attention in both years on cost efficiencies, and fostering those activities that we continue to believe will offer the potential for attractive returns in the long-term, trimming back or eliminating all others. Thanks to these efforts we have entered 2005 in good shape.

We do not regard simply waiting out a period of poor trading conditions as an adequate response, even assuming that the market mechanisms and regulatory structures that underlie our operations will remain unchanged. Since it is clear that in fact we will experience significant changes in both these areas, ensuring the future health of our continuing business lines is our highest priority. While we do not anticipate that the monetary investment currently required to accomplish this will be very great, the investment of time, talent and creativity has been and will continue to be substantial.

However, even without the transforming changes we anticipate in our operating environment, Van der Moolen has found itself at something of a strategic crossroads since the collapse of the bull market. We retain a solid NYSE franchise that is cash generative but which offers only the growth potential provided by the growth in trading volumes, and a European business that is clearly more vulnerable to cyclical conditions than we would prefer. Our ability to respond to the challenges that this situation presents was hampered by the SEC/NYSE investigation and its financial fallout. However, the continued poor market environment in 2004 has prevented opportunity from running away from us. We anticipate making focused investments in new activities over the next few years.

In this connection, we have been carrying out an extensive strategic review, partly with the assistance of external advisors. Building upon our core strengths in proprietary trading, with the related disciplines in risk control, technology management and cost containment

⁶ Gespreksverslag Rondelap, p. 1.

⁷ Gespreksverslag Böttcher, p. 1.

⁸ Jaarverslag 2005, p. 10.

*that this activity entails, we can envision a number of directions in which Van der Moolen could expand. One of these is quite possibly to increase our role as intermediaries in inter-professional or institutional marketplaces. Since we believe that professional customers, particularly in Europe, could be better served by a new model of intermediation than they are at present, acquisition could at best only partially fulfil our ambitions there. Other alternatives would be largely matters of internal development, but could eventually involve purchase of an existing operation.*⁹

39. Onderzoekers zullen in hoofdstukken 2 en volgende ingaan op hoe de strategie zich in de periode vanaf 2006 ontwikkelde.

(d) Opzet van de organisatie

40. In 2005 had VDM vestigingen in New York, Amsterdam, Londen en Keulen.¹⁰ Als gevolg van de overname van Curvalue op 2 januari 2006 werden Frankfurt en Parijs daar aan toegevoegd.¹¹ In 2007 heeft VDM zich gevestigd in Chicago en Zug.¹²

(e) Organen van de vennootschap

41. VDM kende drie statutaire organen: de RvB, de RvC en de AvA. Hieronder gaan onderzoekers kort in op de twee eerstgenoemde organen, waarbij ook aandacht zal worden besteed aan het Audit Committee en het Remuneration Committee. Nu de rol van de AvA voor de onderhavige enquête niet relevant is, zullen onderzoekers op dit derde statutaire orgaan niet ingaan. Volstaan wordt hier met de vermelding dat de aandelen in VDM in de Onderzoekperiode genoteerd waren aan de Amsterdamse effectenbeurs Euronext. Voorts werden in de periode 2001 tot en met 2007 aan de NYSE zogeheten American Depositary Shares in VDM verhandeld.

(i) RvB

42. De RvB bestond volgens artikel 13.1 van de statuten¹³ uit twee of meer personen. De RvB bestond in de periode 1 januari 2005 tot 11 juli 2008 uit twee respectievelijk drie personen. Van 11 juli 2008 tot 17 juli 2009 bestond de RvB uit 1 persoon. Op 16 juli 2009 is de toenmalige (en enige) bestuurder teruggetreden als CEO zonder dat een nieuwe bestuurder was aangewezen. In een situatie van ontstentenis is krachtens artikel 19 van de statuten de RvC tijdelijk met het bestuur van VDM belast. Vanaf 17 juli 2009 tot 20 augustus 2009 bestond op deze wijze de RvB uit drie personen en nadat McNally zich op die dag terugtrok bestond de RvB tot 10 september 2009 uit twee personen. Een chronologisch overzicht van de samenstelling van de RvB in de Onderzoekperiode is bijgevoegd als **Bijlage 7**.
43. Binnen de RvB bestond een taakverdeling. Er waren twee of meer personen functioneel verantwoordelijk voor de zogenaamde *corporate* onderdelen (staf en centrale diensten) van VDM. Böttcher was tot 1 mei 2006 CEO en Den Drijver volgde hem op 1 mei 2006 op. Op 2 juni 2006 is een memorandum verspreid binnen VDM waaruit de taakverdeling blijkt tussen de leden van de RvB, zie nr. 352.
44. De functie van CFO werd van 1 maart 2005 tot 16 oktober 2006 bekleed door Pruis. Van de Water, die geen deel uitmaakte van de RvB, was vervolgens ad interim CFO van 16 oktober 2006 tot 1 maart 2007. Wolfswinkel was van 1 maart 2007 tot 18 juni 2008 CFO. Daarna was er geen CFO meer.

⁹ Jaarverslag 2004, p.35.

¹⁰ Jaarverslag 2004, p. 11.

¹¹ Jaarverslag 2005, p. 9.

¹² Jaarverslag 2006, p. 7 en p. 9.

¹³ Statuten zoals gewijzigd bij notariële akte van 12 mei 2006, 15 mei 2007 en 2 juni 2009.

45. Van 1 januari 2005 tot 20 november 2007 bekleedde Rondeltap de functie van COO.
46. De taakverdeling binnen de RvB in de periode 17 juli 2009 tot en met 10 september 2009 is minder strikt functioneel ingevuld dan voorheen.
47. In het Reglement van de RvB staat omtrent taken en verantwoordelijkheden onder meer het volgende:
- "3.1. The executive board shall exercise its tasks and authorities collectively.*
- 3.2. This implies inter alia that:*
- a. the tasks of the members of the executive board shall be exercised within the framework of the policy established by the executive board;*
- b. every member of the executive board shall keep the executive board as a whole abreast of important developments and/or occurrences in his field;*
- c. no member of the executive board shall undertake important steps, take decisions or give undertakings, of which he knows or reasonably should presume that these touch upon the collective responsibility of the executive board;*
- d. no member of the executive board shall take decisions or give undertakings that could give rise to expenses which are not covered by an approved budget;*
- e. decisions of the executive board which require the approval of the supervisory board and/or the shareholders meeting shall be resolved and taken only by the executive board as a whole;*
- f. every member of the executive board shall confer with the chairman if there could be doubt as to the application of the provisions above."*
48. Ditzelfde Reglement van de RvB vermeldt tevens:
- "Valid resolutions can only be passed at a meeting where at least two members of the executive board are present or represented without prejudice to the provisions of article 7.2."*
49. Over het contact tussen de RvC en de RvB vermeldt het Reglement van de RvB het volgende:
- " The chairman frequently consults the other members of the executive board and co-ordinates their duties. The other members of the executive board supply the chairman with all information required to that end.*
- The chairman keeps in touch with the supervisory board through the chairman of the supervisory board. Other members of the executive board shall not maintain any contacts with the members of the supervisory board without prior consultation with the chairman.*
- Should members of the supervisory board seek contact with a member of the executive board prior to a meeting of the supervisory board he is allowed to speak to them. If necessary the member concerned gives an account of this conversation to the chairman.*

10.4. The chairman determines the manner in which relations with the press shall be maintained. The other members of the executive board shall not maintain any contacts with the press without prior consultation with the chairman.

10.5. The chairman determines who shall maintain contacts with the supervisory authorities on behalf of Van der Moolen Holding N.V. and the manner in which these contacts shall be maintained. In so far as other members of the executive board maintain contacts with supervisory authorities at the direction of the chairman they will do so in close consultation with the chairman.

10.6. The chairman determines who shall maintain contacts with investors, analysts and the like on behalf of Van der Moolen Holding N.V. and the manner in which these contacts shall be maintained. Insofar as others maintain these contacts at the direction of the chairman they will do so in close consultation with the chairman."

(ii) RvC

50. De RvC diende volgens artikel 20.1 van de statuten uit ten minste drie natuurlijke personen te bestaan en sinds 31 maart 2008 uit ten minste twee natuurlijke personen.¹⁴ In de Onderzoeksperiode bestond de RvC steeds uit vijf respectievelijk twee personen. Als leden hebben (op enig moment gedurende de periode waarop het onderzoek betrekking heeft) gefungeerd Van den Brink, Van den Broek, Aalberts, Arentsen, de Marez Oyens, McNally, Zwart en Paardekooper. Een chronologisch overzicht van de samenstelling van de RvC wordt bijgevoegd als **Bijlage 8**.
51. Gedurende de Onderzoeksperiode hebben achtereenvolgens Van den Brink (tot 14 augustus 2007), Arentsen (tot 22 mei 2008), de Marez Oyens (tot 7 mei 2009) en Zwart (tot 10 september 2009) de functie van voorzitter van de RvC vervuld. De voorzitter stelde de agenda op, leidde de vergaderingen van de RvC, monitorde het functioneren van de RvC en haar commissies en coördineerde de contacten tussen de RvB en RvC.¹⁵
52. In het Reglement van de RvC, in werking getreden op 14 juli 2004, staat omtrent taken en verantwoordelijkheden onder meer het volgende:

"The supervisory board shall be responsible for supervising the company's management and the company's general affairs and the business connected with it, and for advising the executive board [...]

The responsibilities of the supervisory board shall include:

a. supervising and monitoring, and advising the executive board on: (i) the company's performance, (ii) the company's strategy and risks inherent to its business activities, (iii) the structure and management of the internal risk management and control systems, (iv) the financial reporting process and (v) compliance with legislation and rules;

b. disclosing, complying, with and enforcing the company's corporate governance structure;

c. approving the annual accounts and approving the company's annual budgets and major capital expenditures; [...]

h. handling, and deciding on, reported potential conflicts of interests within the meaning of article 11 [i.e. conflicts of interest, onderzoekers] between the company on the one side and

¹⁴ Statuten zoals gewijzigd bij notariële akte van 31 maart 2008

¹⁵ Reglement van de RvC, artikel 4.

members of the executive board, the external auditor and the major shareholder(s) on the other side;

i. handling, and deciding on, reported alleged irregularities that relate to the functioning of the executive board within the meaning of article 12 [i.e. complaints, whistle blowers, onderzoekers]."

53. De RvC vergaderde in de Onderzoeksperiode gemiddeld iedere zes weken, waarbij vrijwel steeds de voltallige RvB aanwezig was met uitzondering van de RvC vergaderingen van 23 februari 2005 en 16 maart 2005 die slechts ten dele werden bijgewoond door de RvB. Het gedeelte ten aanzien van de remuneratie en het functioneren van de RvB is zonder de RvB besproken.

(iii) Audit Committee

54. Het Audit Committee en het Remuneration & Nomination Committee zijn geen statutaire organen van VDM, maar commissies binnen de RvC. VDM heeft de remuneratie commissie en de benoemingscommissie gecombineerd in een commissie, in afwijking van wat daarover is bepaald in het Reglement van de RvC:

"The supervisory board shall have at least three standing committees, i.e., the audit committee, the remuneration committee and the selection and appointment committee, to be appointed by the supervisory board from its own members.[...]"

55. Er bestond binnen VDM vanaf 1 maart 2006 een 'Charter of the Audit Committee' (het **AC Charter**) waarin doel, samenstelling, bevoegdheden en verantwoordelijkheden van het Audit Committee zijn neergelegd.¹⁶

56. Het AC Charter benadrukt de onafhankelijkheid van de leden van de Audit Committee:

"Each member shall not have any material relationship with the Company and must be "independent: within the meaning of the profile of the Supervisory Board's Scope and Composition – Annex A (2) (which, inter alia, means independent to the extent required by Section 303A.02 of the NYSE Listed Company Manual) at the time of appointment, reappointment and at any time while serving as a member of the committee. [...]"

*In addition, each member shall comply at the time of his appointment or reappointment to the Committee and at any time while serving as a member of the Committee with the requirements regarding independence set forth in applicable law or in the applicable rules of any stock exchange on which securities issued by the Company have been listed and/or traded with the permission of the Company."*¹⁷

57. Volgens de AC Charter diende het Audit Committee uit ten minste drie leden te bestaan. Het Audit Committee heeft hier van 1 januari 2005 tot 22 mei 2008 en van 9 april 2009 tot 10 september 2009 aan voldaan. In de periode 22 mei 2008 tot 9 april 2009 bestond het Audit Committee uit twee personen.

58. Bij de vergaderingen van het Audit Committee waren ook steeds de RvB, IAD en de externe accountant aanwezig. In de Onderzoeksperiode werden de vergaderingen voorgezeten door Arentsen en vanaf juni 2008 door McNally. Als leden hebben (op enig moment gedurende de Onderzoeksperiode) gefungeerd de Marez Oyens, Van den Brink, Van den Broek, Zwart en Paardekooper.

¹⁶ Goedgekeurd door de RvB en de Audit Committee op 1 maart 2006.

¹⁷ Charter of the Audit Committee, artikel 2.1.

59. Het Audit Committee kwam in de regel iedere zes weken bijeen. Dit is in overeenstemming met het AC Charter. De Audit Committee vergaderde steeds voorafgaand aan de vergadering van de RvC. De vergaderingen duurden in de regel anderhalf à twee uur (soms langer) en kenden meestal dezelfde agendapunten: opening and announcements, minutes and action list, press releases/audit report, any other business, closing.

60. Het Audit Committee rapporteerde aan de RvC.

(iv) Remuneration & Nomination Committee

61. Er bestond binnen VDM vanaf 15 juli 2003 een 'Charter of Remuneration & Nomination Committee' (het **RNC Charter**) waarin doel, samenstelling, bevoegdheden en verantwoordelijkheden van het Remuneration & Nomination Committee zijn neergelegd.¹⁸

62. Het Remuneration & Nomination Committee was in de Onderzoekperiode steeds samengesteld uit twee commissarissen en kwam in de regel drie keer per jaar bijeen. Dit is in overeenstemming met hetgeen het RNC Charter hieromtrent bepaalt.

63. Als leden hebben (op enig moment gedurende de periode waarop het onderzoek betrekking heeft) gefungeerd Van den Brink, Van den Broek, Arentsen, de Marez Oyens en McNally. Alle vergaderingen van het Remuneration & Nomination Committee werden in de Onderzoekperiode bijgewoond door, tot 1 mei 2006, Böttcher of, na 1 mei 2006, Den Drijver.

(v) Stafafdelingen

64. VDM kende verscheidene stafafdelingen, namelijk IT, HR, Legal and Compliance, Risk Management en Finance, dat was onderverdeeld in financial accounting and control enerzijds en reporting and analyses anderzijds. Onderzoekers zullen later terugkomen op de vele interimmers die werkzaam waren op de stafafdelingen.¹⁹

(f) Compliance Manual

65. VDM hanteerde de 'Van der Moolen Holding NV Compliance Manual VDM Employees 2007' dat bestond uit reglementen op het gebied van ethiek, klokkenluidersregeling, handel met voorwetenschap, privébeleggingstransacties en Chinese walls.²⁰

66. Het reglement inzake handel met voorkennis was opgesteld in overleg met De Brauw.²¹ Dit reglement bepaalt dat het niet toegestaan was om te handelen met voorkennis:

*"Every VDM Executive Board member, VDM Supervisory Board member, VDM Executive, and Designated VDM Employee shall be prohibited from making use of Inside Information by Executing, for his or her own account or for the account of a third party, either directly or indirectly, Transactions in VDM Financial Instruments to which the Inside Information relates."*²²

"Every VDM Executive Board member, VDM Supervisory Board member, VDM Executive, and Designated VDM Employee shall be prohibited from Executing Transactions in VDM

¹⁸ Goedgekeurd door de RvC op 15 juli 2003.

¹⁹ Gespreksverslag Wolfswinkel, p. 1, gespreksverslag Paardekooier, p. 2. en p. 10, gespreksverslag Kroon, p. 45.

²⁰ Van der Moolen Holding NV Compliance Manual VDM Employees 2007, p. 2.

²¹ Van der Moolen Holding N.V. Regulations 2006 on the holding of and effecting transactions in securities en Van der Moolen Holding N.V. Regulations 2007 on the Holding of and Effecting Transactions in Shares and certain other Financial Instruments.

²² Van der Moolen Holding N.V. Regulations 2006 on the holding of and effecting transactions in securities, artikel 4 lid 1 en Van der Moolen Holding N.V. Regulations 2007 on the Holding of and Effecting Transactions in Shares and certain other Financial Instruments, artikel 4 lid 1.

Securities during a Closed Period, irrespective whether the VDM Executive Board member, VDM Supervisory Board member, VDM Executive, or Designated VDM Employee is thereby using Inside Information."²³

67. De klokkenluidersregeling geeft een overzicht van wat, wanneer, hoe en aan wie kan worden gemeld door een werknemer. Kort samengevat:

*"Please note that in addition to reporting to management, the guideline emphasizes that every employee may also report on a confidential basis to the General Counsel of Van der Moolen Holding, who will act as the Confidential Advisor under the Rules of Conduct, and (for certain suspected irregularities) to the Supervisory Board of Van der Moolen Holding. Reporting may also take place on an anonymous basis to an external contact line"*²⁴

68. Ook bestond er een compliance policy binnen VDM Groep, waarin de reikwijdte van de compliance policy alsmede de verantwoordelijkheid ervoor wordt uiteengezet.²⁵

"The scope of the Compliance function relates to compliance risk related laws, regulations and standards which are specific to the financial services industry and which are issued by legislative and regulatory bodies that are relevant to VDM's businesses, or by VDM Group Compliance. It does not extend itself to all laws, regulations or standards."

The Executive Board of VDM Group retains ultimate responsibility for compliance by VDM subsidiaries with applicable laws, regulations and ethical standards, thereby having oversight-responsibility for the management of VDM's compliance risks. It established this Policy and reviews its implementation throughout the Group, thereby assessing the extent to which VDM is managing its compliance risk effectively."

(g) Externe accountant

69. In het eerste deel van de Onderzoeksperiode, te weten van 1 januari 2005 tot 31 december 2005 was PWC de externe accountant van VDM. In deze hoedanigheid controleerde PWC de jaarlijkse externe financiële verslaggeving van VDM en voorzag zij de Nederlandse jaarrekening en het Form 20-F van een accountantsverklaring, zo ook voor 2005.
70. Eind december 2005 heeft VDM een zogenaamde "beauty contest" uitgeschreven waarbij aan accountantskantoren, waaronder PWC, gevraagd werd zich te positioneren voor de functie van externe accountant. Op 31 maart 2006 heeft PWC VDM per brief geïnformeerd dat zij zich wenste terug te trekken. In deze brief schrijft PWC.

"As background information and for the record, as you are aware, it is our opinion that Van der Moolen NV presents a relatively high level of audit risk, not just because of its exposure to the US litigation and regulatory environment, but also because of two recent SEC/NYSE investigations, continuing inadequacies in internal control and ongoing inadequate staffing within the Company's financial reporting function (our Board Reports in recent years comment on these matters).

In 2004, we advised the Audit Committee that we had serious reservations about whether we were willing to continue as the Company's auditor because of our perception of the relatively high level of audit risk, and our assessment that the Company had made

²³ Van der Moolen Holding N.V. Regulations 2006 on the holding of and effecting transactions in securities, artikel 4 lid 3 en Van der Moolen Holding N.V. Regulations 2007 on the Holding of and Effecting Transactions in Shares and certain other Financial Instruments, artikel 4 lid 3.

²⁴ The Whistleblower Policy, introduction.

²⁵ VDM Group Compliancy Policy van december 2005, artikel 2 en artikel 4.

inadequate progress to implement the requirements of IFRS and s404. At that time, the Audit Committee requested us to continue because they believed that a change of auditors at such a time would be detrimental to the Company."

En even verder in dezelfde brief.

"The Company's 2005 financial closing process was characterised by significant and unexpected delays; a protracted dispute between the management of VDMS and the Management Board over payments to minority partners of VDMS; and a potential material weakness in control in relation to VDMS' financial reporting. After many iterations, the financial statements were finally signed some 2 to 3 weeks later than the agreed timetable. In our meetings with the Audit Committee on 22 February 2006 and 1 March 2006, we informed the Committee that the Company's accounting and financial reporting resources remained inadequate, and that in our view there was a significant risk that the Company would not meet its internal s404 timetable and would be at risk of not achieving s404 compliance in 2006. The Audit Committee continued to assure us that resources would be strengthened, particularly project resources dedicated to s404, and we based our 2006 planning on these assurances.

In our meeting with the Audit Committee on 1 March 2006, we said that we would be willing to continue as the Company's auditor in 2006 on the understanding that our 2006 audit fees would be paid by the Company without protracted equivocation. We also confirmed that we could not accept a fixed fee arrangement for 2006. It is our view that audit costs will increase significantly in 2006 because of the first year audit requirements of s404, and the state of the Company's overall readiness to meet the demands of s404."

De leden van de Audit Committee en anderen hebben desgevraagd aan onderzoekers bevestigd dat het met name de issue van de hoge fees was die ontevredenheid over PWC en de beauty contest tot gevolg hadden. Ook zij vermeld dat VDM wel degelijk in 2006 en 2007 SOX-conform heeft gerapporteerd binnen de daarvoor gestelde termijnen.

71. Naar aanleiding van de beauty contest is E&Y aangesteld als externe accountant. E&Y was voorheen de externe accountant van Curvalue geweest. In deze hoedanigheid controleerde E&Y per 1 januari 2006 de jaarlijkse externe financiële verslaggeving van VDM en voorzag zij de Nederlandse jaarrekening en (tot en met 2007) het Form 20-F van een accountantsverklaring.
72. Als onderdeel van hun controle van de (geconsolideerde) jaarrekening van VDM werden door E&Y ook de cijfers van de (materiële) dochterondernemingen gecontroleerd.
73. E&Y voerde geen beperkte beoordeling van de halfjaar- of kwartaalcijfers van VDM uit en gaf ook geen accountantsverklaring op de kwartaalcijfers. Deze cijfers werden dan ook door VDM gepubliceerd als cijfers waarop geen accountantscontrole was uitgevoerd.
74. Naast haar controlerende werkzaamheden adviseerde E&Y (binnen het kader van de geldende onafhankelijkheidsregels) VDM desgevraagd over uiteenlopende verslaggevingkwesties waaronder issues die te maken hadden met de zgn. SOX-compliance. Door E&Y is bij de uitvoering van de controle van de jaarrekening niet gesteund op de door de IAD uitgevoerde werkzaamheden, die wel besproken werden in vergaderingen van de Audit Committee, waarbij E&Y aanwezig was.
75. De accountant van E&Y die verantwoordelijk was voor de controle van de jaarrekening en in die hoedanigheid de relatie met VDM onderhield was De Méris. De Méris woonde de vergaderingen van het Audit Committee bij en ontving de relevante vergaderstukken, inclusief de (concept)notulen van de vergaderingen zelf. Hij nam ook kennis van de notulen van de RvC.

(h) Kerncijfers en cast of characters

76. Aan het eind van dit hoofdstuk wordt aan de hand van enkele kerncijfers enig inzicht verschaft in de ontwikkeling die VDM in de Onderzoekperiode heeft doorgemaakt. De hierna genoemde cijfers zijn ontleend aan de respectievelijke jaarverslagen:

	2005	2006	2007	2008	2009 (eerste halfjaar)
Netto-omzet (EUR miljoen) (gecontinueerde activiteiten)	112,3	149,4	110,4	147,3	24,9
Netto omzet (EUR miljoen) (gediscontinueerde activiteiten)	0	N/A	339	1.8	-
Balanstotaal (EUR miljoen)	731,3	1667,0	1044,8	1847,7	755,5
Eigen Vermogen (EUR miljoen)	232,1	220,0	118,5	67,0	57,9
Gem. aantal Fte's	304	405	338	250	

77. De kerncijfers worden in de jaarverslagen op gelijke wijze gepresenteerd, met een toelichting welke verslaggevingsstandaard (i.e. International Financial Reporting Standards) is gehanteerd.²⁶ Overeenkomstig IFRS zijn in geval van beëindigde bedrijfsactiviteiten de kerncijfers uit voorgaande jaren aangepast waardoor de kerncijfers niet exact aansluiten op de cijfers die in eerdere jaarverslagen zijn gepubliceerd (dit is het geval in de jaarrekeningen 2007 en 2008), hetgeen middels een voetnoot bij het betreffende overzicht is toegelicht.²⁷
78. Een overzicht van de meest voorkomende personen in dit verslag worden genoemd en hun functie is bijgevoegd als **Bijlage 9**.

²⁶ Jaarverslag 2005, p. 6. jaarverslag 2006, p. 6. en jaarverslag 2007, p. 6.

²⁷ Jaarverslag 2008, p. 8.

2. STRATEGIE VDM

2.1 Inleiding

(a) Opzet hoofdstuk 2

79. De Ondernemingskamer heeft in haar beschikking van 5 juli 2010 een aantal vragen opgeworpen die in hun algemeenheid te herleiden zijn tot de strategie van VDM. Zo vraagt de Ondernemingskamer zich in overweging 3.8. af of de overnamesom van Curvalue zorgvuldig tot stand gekomen is, of er een deugdelijke analyse ten grondslag heeft gelegen aan de besluitvorming betreffende Online Trader en of de lening aan Avalon op een deugdelijke analyse beruiste.²⁸
80. Voorts merkt de Ondernemingskamer op dat een beeld naar voren komt van een zwalkend beleid, waarbij zij verwijst naar het entameren en afblazen van de deelname in GSFS, en een aantal andere aspecten van die samenwerking.²⁹
81. Onderzoekers willen in dit hoofdstuk eerst kort de strategische positie van VDM beschrijven aan het begin van de Onderzoeksperiode. In hoofdstuk 2.2 zullen de onderzoekers ingaan op de overname van Curvalue en de afwikkeling van de transactie, de totstandkoming en uitvoering van de zogenaamde "*earn-out*" regeling en de mogelijke vermenging van belangen en de afboeking van goodwill met een bedrag van EUR 10 miljoen. In hoofdstuk 2.3 zullen de onderzoekers de feiten met betrekking tot de besluitvorming rond Online Trader uiteenzetten. Hoofdstuk 2.4 zal de feiten weergeven van de analyse die aan de lening aan Avalon ten grondslag lag, de overname door Avalon van DIMP en de betrokkenheid van Kroon bij deze beide bedrijven (dit laatste in het licht van de specifieke vraag die de Ondernemingskamer heeft opgeworpen ten aanzien van de rol van adviseur Kroon, waar overigens ook later in dit verslag op in zal worden gegaan). Hoofdstuk 2.5 ten slotte zal ingaan op de samenwerking met GSFS.

(b) Strategie VDM

82. De directie van VDM had in 2004 aan McKinsey gevraagd een strategische analyse te maken van de marktpositie van VDM. De achtergrond voor dat verzoek was gelegen in het feit dat in de jaren 2000 t/m 2004, waarin "*80% van de omzet kwam vanuit de VS en 20% van de omzet uit de Europese activiteiten*", een verschraling optrad in de activiteit van de hoekmannen".³⁰ Dat een zo groot deel van de omzet uit de VS kwam was het gevolg van de acquisitie aldaar, ingezet door CEO's Kroon (met een deelneming in La Branche in 1997) en Van der Lugt en uitgebouwd door Böttcher. Zoals uit de jaarverslagen over die jaren blijkt waren de Amerikaanse activiteiten lange tijd zeer winstgevend.
83. In 2003 werd er door de SEC onderzoek gedaan naar zogenaamde "*front running*" op de NYSE. Onderzoekers begrijpen dat orders op de NYSE op 2 manieren uitgevoerd konden worden: elektronisch en via "*de crowd*". In dit model kunnen de elektronisch binnengekomen orders verwerkt worden door "*specialisten op de vloer*" of mensen "*achter schermen*". De tijd die er zat tussen de binnenkomst verkoop order op het scherm en het uitvoeren van de order door de specialist biedt deze de mogelijkheid om met wetenschap van "*de vloer*" te manipuleren. De controle op wat er op de beursvloer gebeurde werd door de NYSE zelf gedaan.
84. VDM was één van de 7 specialisten die in 2003 werd vervolgd voor zgn "*front running*" naar aanleiding van een onderzoek dat de SEC op de vloer van NYSE deed. De zaak van de SEC werd

²⁸ 3.8 t/m 3.11 Beschikking.

²⁹ 3.14 en 3.15 Beschikking.

³⁰ Gespreksverslag Rondeltrap, p. 1.

eind 2004 door VDM geschikt voor een bedrag van USD 60 miljoen.³¹ Twee handelaren van VDM in de VS werden in hechtenis genomen maar na 18 maanden in hoger beroep vrijgesproken. Hoewel VDM een aantal handelaren ontsloeg en ook een aantal andere maatregelen nam naar aanleiding van eigen forensisch onderzoek, had de zaak in de VS een negatief effect op het imago van VDM. De autoriteiten in de VS hadden ook verregaande hervormingen in de vorm van het hybride model aangekondigd.

85. Het was inmiddels wel duidelijk dat de *"beschermde rol van de broker"*³² verdween niet alleen in Europa maar ook in de VS en dat een overgang plaatsvond naar handel via systemen. Zoals Arentsen het zei: *"het was de vraag wat bij elektronisch traden nog van de rol van de specialist over zou blijven."* Op basis van deze ontwikkelingen rapporteerde McKinsey op 8 december 2004³³ het volgende beeld.

"Over de jaren 2000 t/m 2004 een neergang van 27% gemiddeld per jaar in het inkomen (voor impairment en exceptional changes) en van EUR 137 miljoen in 2000 tot EUR 19 (estimated) voor 2004. Ook de prijs van het aandeel VDM op de Amsterdamse beurs ging van EUR 16 in januari 2000 naar ongeveer EUR 5 per aandeel in juli 2004."

Het rapport bezag ondermeer de mogelijkheid van een verhuizing van VDM naar de VS maar op basis van verwachte *"growth opportunities"* in Europa was dat geen aanbevolen optie. De conclusie van een workshop naar aanleiding van McKinsey's bevindingen was dat er een strategisch voordeel in de *"enhanced execution only"* business zou zijn te behalen en dat als eerste prioriteit de potentiële acquisitie van Curvalue een inroad zou opleveren in de *"intra day statistical arbitrage business en de execution only business"*.

86. In de Board presentatie van 23 februari 2005³⁴ werd kritisch naar de operaties van VDM Specialists in de VS gekeken. Met de structuurwijzigingen voorzien bij de NYSE werd in de hybride market scenarios geen rooskleurig beeld voor VDM in de VS geschilderd: zonder consolidatie een dalende omzet en druk van concurrenten, hoewel voor de onmiddellijke toekomst VDM Specialists als *"a moderately profitable asset, but with limited growth"* werd gezien.³⁵ Aanbevolen werd VDM Specialists te continueren totdat er een goede tijd voor verkoop zou komen en zich ondertussen op groei in Europa te concentreren.

87. Böttcher herinnert zich als de upshot van de strategische verkenning met McKinsey de twee belangrijkste uitkomsten:

- 1) derivaten doen à la Optiver
- 2) online trading à la Alex, Binck

Curvalue werd voor beide als de oplossing aangegeven.³⁶ Er zijn, naar onderzoekers is verteld, wel alternatieven overwogen, maar met de sterke aanbeveling van McKinsey was volgens betrokkenen Curvalue de beste en meest realistische optie.

88. In het jaarverslag over 2005 (dat in 2006 uitkwam toen de Curvalue acquisitie was voltooid) werden de volgende strategische activiteiten voor de groep genoemd:

- US liquidity provider (NYSE and US derivatives exchanges)
- European liquidity provider en
- Direct access brokerage "through Online Trader which was launched in 2005."

³¹ Gespreksverslag Böttcher, p. 1.

³² Gespreksverslag Böttcher p. 1.

³³ Zie Strategic Review Workshop rapport McKinsey 8 december 2004.

³⁴ Zie Strategic Review rapport McKinsey 23 februari 2005 on US Growth Opportunities.

³⁵ Zie McKinsey rapport, p. 29.

³⁶ Gespreksverslag Böttcher, p. 2.

Voor de volgende 3 tot 5 jaar werden als doelstellingen gesteld:

"Our goals for the next three to five years are ambitious:

- ***VDM Specialists:** to build on VDM Specialists' number four position on the NYSE, continuing to add to its book of specialist relationships and exploiting opportunities for new types of trading opened up by the introduction of the NYSE's Hybrid model;*
- ***Global derivatives liquidity** provision and principal trading: to become a leading liquidity provider on all major European derivatives exchanges, and to build significant presence as liquidity provider on U.S. futures and options exchanges while expanding our principal activities globally;*
- ***Direct access brokerage:** to build on Online Trader's successful launch, providing low cost electronic execution for an increasing number of professional customers while adding access to securities exchanges around the world.³⁷*

Op p. 9 van datzelfde jaarverslag staan als strategische prioriteiten voor 2006:

- *integration of Curvalue*
- *roll out of Curvalue's Online Trader direct access brokerage to new markets and professional customers*
- *migration to the new NYSE trading model*
- *pressure marketing effort to attract new listings on the NYSE*
- *achieve full Sarbanes-Oxley Compliance*
- *optimize corporate governance and compliance controls*

2.2 Curvalue

(a) Initiële contacten, onderzoek en overname

89. Uit alles wat de onderzoekers hebben gehoord en gelezen kan worden opgemaakt dat VDM contact met Curvalue heeft opgenomen naar aanleiding van de uitkomst van het strategisch onderzoek genoemd in hoofdstuk 2.1. Daaruit is het gesprek tussen Böttcher en Den Drijver, de toenmalige CEO van Curvalue, tot stand gekomen. Van den Brink zei onderzoekers dat Kroon met Curvalue bij VDM aankwam.³⁸ Uit het overzicht van ABN AMRO blijkt dat er op 14 februari 2005 een eerste gesprek bij ABN AMRO plaatsvond waarbij aanwezig waren Van den Brink, Böttcher, Den Drijver, Van der Merwe en Kroon. Kroon heeft aangegeven dat hij gebeld was door de heer Bresser, ex-CFO van VDM, met de vraag of Curvalue niet iets voor VDM zou zijn. Daarop heeft Kroon, naar eigen zeggen, een afspraak met Böttcher gemaakt, waarop verdere gesprekken tussen Den Drijver en Böttcher plaatsvonden. Ook de Marez Oyens herinnert zich dat, na instemming van VDM's RvC, Böttcher contact opnam met Curvalue. Daarna heeft, volgens Böttcher, Pruis contact opgenomen met de hem bekende Erik van der Merwe die, net als Kroon, op dat moment commissaris was bij Curvalue.³⁹ Serieuze alternatieven voor Curvalue waren niet door McKinsey genoemd. Zoals in paragraaf 88 is opgemerkt hebben de RvC en RvB⁴⁰ wel andere opties overwogen maar ze om verschillende redenen niet als realistisch vervolgd.
90. Voor de overname nam VDM ABN AMRO en De Brauw als adviseur. Curvalue gebruikte Norton Rose LLP. VDM deed uitgebreid due diligence naar Curvalue en PWC leverde VDM een Financial Due Diligence Rapportage inzake "Project Zaagmolen".⁴¹ Met betrekking tot de voorgenen benoeming van Den Drijver in de RvB van VDM merkte PWC op:

³⁷ Annual report 2005 VDM, p. 8.

³⁸ Gespreksverslag Van den Brink, p. 1.

³⁹ Gespreksverslag Böttcher, p. 2.

⁴⁰ Zie PWC Draft Report Project Zaagmolen Financial Due Diligence dd. 15 July 2005

⁴¹ P.9 PWC Rapport

"From our conversations with the management team of Curvalue it appears that the CEO is solely responsible for exploring new markets/product opportunities and building-up and maintaining a network with traders in the various foreign locations. In particular, attracting new traders in the various geographies with the relevant skills and competencies appears critical for the envisaged growth.

*We understand that the CEO will join the VDM board post deal and the contemplated earn-out will also incentive Curvalue's CEO to remain involved in the day-to-day operations of Curvalue. However, we recommend to roll-out the CEO's knowledge and network to a wider group of people within your organisation post deal."*⁴²

*"Operational control takes place via high level involvement of CEO in day-to-day operations. No financial management reporting is prepared periodically. During the year no period end closing (i.e. month, quarter) is prepared and no tracking of actual (overhead) costs to date takes place. No management letter has yet been prepared by E&Y resulting from their 2004 audit, but these matters were also reported by E&Y in their 2003 management letter."*⁴³

91. Hoewel PWC geen onderzoek deed naar de IT systemen van Curvalue merkte PWC wel op:

*"Management has indicated that there is a 12 months delay in the roll-out of Online Trader as reflected in the Balance Score Card. The impact of this on EBIT is currently unknown..."*⁴⁴

92. De heer Rondeltap merkte op⁴⁵ dat als deel van de due diligence door de heer Herman Harbrink Numan van VDM onderzoek was gedaan naar de IT systemen bij Curvalue. Ook A. Hebels, hoofd IT bij VDM, en zijn team hebben naar de IT systemen gekeken. Volgens Rondeltap heeft het latere vertrek van de heer Hebels te maken met het feit dat hij in de ogen van Den Drijver te kritisch was over de IT systemen bij Curvalue⁴⁶. Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen dat uit het due diligence onderzoek issues over IT naar voren kwamen. Naar zeggen van Pruis is door Bill White (IT man van VDM Specialists in New York die de schermenhandel in New York aan het voorbereiden was) IT due diligence naar Curvalue gedaan. Naar aanleiding van dat onderzoek was er *"wel een vraagteken of een onderdeel van de software wel eigendom van Curvalue was"*.⁴⁷

93. PWC citeert uit een memorandum dat E&Y, accountants voor Curvalue, maakte vooruitlopend op de management letter behorend bij de FY04 audit:

- "- no monthly management reporting is prepared by the companies within Curvalue Group nor is this prepared on a consolidated level. Revenues and gross margins resulting from trading operations are not recorded in the general ledger of the various entities and there is a backlog in the recording of costs;*
- legal documents, such as contracts with third parties, are not systematically filed and administrated in the Amsterdam office;*
- tasks and authorisations are not formalised in management statutes. With the increased number of entities and management team members this might pose a risk;*

⁴² Zie PWC draft report Project Zaagmolen Financial Due Diligence dd. 15 July 2005

⁴³ P.9 PWC Rapport

⁴⁴ P.14 PWC Rapport

⁴⁵ Gespreksverslag Rondeltap, p. 1.

⁴⁶ Gespreksverslag Rondeltap, p. 3.

⁴⁷ Gespreksverslag Pruis, p. 1.

- *no minutes are made of management meetings, commissioners meetings and shareholders meetings. In addition decisions are not recorded and formally authorised;*
- *transfer pricing for services between the various Curvalue entities is not formalised;*
- *no monthly reconciliation of intercompany payables/receivables takes place, as a result of exchange rate differences this can result to reconciling items at the end of the year;*
- *no internal guidelines are in place for the opening of bank accounts, which has resulted in the opening of a bank account in F04 by Neural which was not accounted for. However, no activities took place on this bank account in FY04;*
- *a guidebook for internal procedures is available, but is not continuously updated for changes within the organisation. The guidebook has been updated for the change towards on screen trade;*
- *the calculation of the bonus is formalised in employments contracts but the calculation is only briefly described. This could lead to misunderstandings.*⁴⁸

94. De onderzoekers vermoeden dat De Brauw een legal due diligence naar Curvalue heeft verricht, doch zij hebben daar geen rapport van aangetroffen tussen de stukken in Project Zaagmolen, de projectnaam voor de overname, die ze van de curatoren hebben ontvangen.
95. Op 24 mei 2005 presenteerde ABN AMRO de RvC van VDM de rationale voor de acquisitie "*VDM will catch up with the above developments by adding 'screen-based' trading to its business profile, while at the same time gaining access to a state-of-the-art software platform to do so.*" "*Zaagmolen*" complementeert VDM door zijn activiteiten in de "*derivatives market*". Ten slotte worden ook "*economies of scale*" genoemd als een reden voor de combinatie. AA waardeert in zijn rapport Online Trader op ongeveer EUR 20 miljoen "*at a WACC of 16.9%*" en het totaal van Curvalue in een base case (dcf) scenario op ongeveer EUR 59 miljoen. ABN AMRO beveelt een up-front payment aan en 2 uitgestelde betalingen gebaseerd op gedefinieerde EBIT doelstellingen. Het ABN AMRO rapport bevestigt dat Den Drijver en Van der Merwe de gesprekspartners waren namens Curvalue en Pruis en in mindere mate Böttcher en Rondelap namens VDM.⁴⁹ Onderzoekers hebben ook de fairness opinie van Duff & Phelps gezien, die geen afwijkende waardering vertoont.
96. De RvC ging akkoord, en op 27 mei 2005 werd een letter of intent getekend waaruit blijkt dat Den Drijver ongeveer 79,5% van de aandelen Curvalue hield, Van der Merwe ongeveer 2½% en Pronk, Porskamp, Van den Berg, Dhudwar en de Wit samen ongeveer 18%. De letter of intent noemt een koopprijs van EUR 5 miljoen contant en 3,8 miljoen aandelen VDM met twee uitgestelde betalingen in cash en aandelen ingevolge een zgn. "*earn-out*". Voor een bespreking van de earn-out zie hierna hoofdstuk 2.2(b). De bedoeling was dat de transactie getekend zou worden op 15 september 2005 "*or as soon as practical thereafter*". De letter of intent vermeldt ook dat Den Drijver lid van VDM's RvB zal worden, terwijl Van der Merwe adviseur van VDM zal worden.⁵⁰ De door De Brauw gemaakte letter of intent betreft de gebruikelijke afspraken op hoofdpunten en bepalingen inzake verder onderzoek tot aan closing.
97. Er is onderzoekers verteld dat Curvalue ook onderzoek deed naar VDM, maar onderzoekers hebben dat niet verder onderzocht. Niet is verklaard waarom met enige vertraging eerst op 12 oktober 2005

⁴⁸ P.75 PWC Rapport

⁴⁹ AA presentation to the Supervisory Board Project Zaagmolen 24 May 2005

⁵⁰ Letter of intent dated 27 May 2005

een Business Combination Agreement ("BCA") is getekend tussen VDM en Den Drijver (en de overige verkopende aandeelhouders) met betrekking tot de aandelen in Curvalue Beheer BV, maar die vertraging komt onderzoekers niet ongebruikelijk voor. De door De Brauw gemaakte BCA bevat de gebruikelijke bepalingen. De onderzoekers achten het relevant de volgende te vermelden:

- Waar in de letter of intent nog voorzien werd dat Curvalue vanaf 1 januari 2005 voor rekening en risico van VDM zou zijn wordt in de BCA als effectieve Closing Date 1 januari 2006 genoemd.
- De op closing te betalen koopprijs is een bedrag van EUR 5 miljoen in contanten en 3.803.509 aandelen VDM, precies als voorzien in de letter of intent (op basis van de koers van EUR 3,83 voor het aandeel VDM op de datum van de letter of intent dus een totale waarde van EUR 19.567.439).
- Een uitgestelde koopprijs in de vorm van 2 earn-out payments (zie hierna 2.2(b)).
- Gebruikelijke garanties, vrijwaringen en andere bepalingen.
- Den Drijver en de andere verkopende aandeelhouders beloven de hen op Closing uit te geven VDM aandelen 2 jaar na Closing niet te vervreemden.
- Volgens een bijlage had Curvalue van Den Drijver nog te vorderen EUR 673.945 en werd bepaald dat die vordering voor de Closing voldaan zou zijn. Volgens Pruis en E&Y is dat ook gebeurd.

98. Onderzoekers vermelden 2 andere documenten in het bijzonder:

- Ingevolge artikel 13.6 van de BCA stelt VDM ingevolge een Facility Agreement een lening van EUR 5 miljoen ter beschikking, welke lening volgens de daartoe strekkende overeenkomst gebruikt moet worden *"towards financing its ordinary business as currently conducted"* en niet mag worden gebruikt o.a. *"towards paying any dividend or other distribution or payment on or in respect of any of its shares..."*, *"refinancing"* of *"financing any transaction which is not at arm's length"*.⁵¹ De heer Pruis zei zich niet goed te herinneren of de faciliteit is uitbetaald, maar wel dat het om een lening voor operationele doeleinden ging. Desgevraagd zei hij zich niet te herinneren of uit deze lening een dividend aan de oud-aandeelhouders is betaald en dat dat dan wel met commissarissen zou moeten zijn besproken. Hij had er wel op gestaan dat de lening die Den Drijver van Curvalue had zou zijn afgelost.⁵² Uit de jaarrekening van Curvalue over 2005 is op te maken dat de volle lening is opgenomen. Volgens dezelfde jaarrekening had ultimo 2005 Curvalue nog van zijn aandeelhouders een bedrag van EUR 4.447.371 te vorderen. De toelichting vermeldt dat 6,5% rente over de rekening courant verhouding in rekening werd gebracht, dat gedurende 2005 in rekening courant EUR 1.300.000 is afgelost en de lening is toegenomen met EUR 3.571.917 tot het genoemde bedrag van EUR 4.447.371.
- Het andere document betreft de disclosure letters van 12 oktober 2005 en 2 januari 2006. In de eerste wordt opgemerkt:

"The budgeted target for 2005 will not be achieved due to the delay that has been caused with Online Trader, partly caused by the delay with KBC's back office function – it will be operative 10 months later than the scheduled date of 1 January 2005."

En in de tweede disclosure letter wordt met zoveel woorden gezegd dat in strijd met de verbodsbepaling in de Facility Agreement:

⁵¹ Facility Agreement tussen VDM en Curvalue dd 12 oktober 2005
⁵² Gespreksverslag Pruis, p. 2

"The dividend declared for the 12 months to 31 December 2004, but that had remained unpaid, has been paid by Curvalue Beheer B.V. to Curvalue Ltd. in the amount of EUR 2,004,808.71. This payment has been made utilising the facility provided by Van der Moolen Holding N.V. on 12 October 2005.

Curvalue Ltd. subsequently has paid dividend to RDD Family Foundation Liechtenstein, RDD Family Foundation Liechtenstein has made a cash distribution to Richard den Drijver. Richard den Drijver subsequently has repaid his debt vis-à-vis Curvalue Beheer B.V. The remaining outstanding amount of this debt, EUR 3,616,208.-, has been assigned by Richard den Drijver to DD Private Holdings Ltd, Anguilla, British West Indies.

This EUR 3,616,208 amount will be settled as soon as possible out of the proceeds of the sale of shares in Curvalue Beheer B.V. on 2 January 2006. No further debts will remain outstanding between the Sellers and the Group."

Deze disclosure blijkt niet geheel te verenigen met de jaarrekening 2004, waaruit blijkt dat er in 2004 een interim dividend is vastgesteld van EUR 2.400.000. E&Y hebben gezegd vastgesteld te hebben dat het dividend van EUR 2.400.000 in 2004 is toegekend (en in de jaarrekening als overige schulden is opgenomen) en maar één keer, in 2005, is uitgekeerd. Uit de administratie die curatoren ter beschikking staat blijkt dat de schuld van Den Drijver op 25 april 2006 EUR 3.616.208 plus EUR 1.000.000 (in verband met voor de transactie gemaakte kosten) bedraagt. Het eerste bedrag is betaald uit de bij De Brauw gestorte koopprijs op 2 januari 2006 en EUR 1 miljoen is op 25 april 2006 door Den Drijver aan Curvalue betaald.

(b) Earn-out

99. De earn-out was door VDM's adviseur ABN AMRO aanbevolen en werd door onder meer Pruis, Rondeltap, Böttcher en Van den Brink omschreven als noodzakelijk omdat nog veel bewezen moest worden. Met name de due diligence die in Parijs (waar de Curvalue vennootschap die Online Trader gebruikte huisde) naar Online Trader was gedaan had "niets meetbaars in termen van revenue opgeleverd".⁵³ Nadat aan Den Drijver en Van der Merwe was medegedeeld dat er geen waarde aan Online Trader kon worden toegekend zijn er gesprekken over de earn-out gevoerd tussen Van der Merwe en Pruis. Pruis zou hier intern overleg met Arentsen over hebben.
100. De earn-out was in Appendix 1 bij de Letter of Intent al met een grote mate van detail uiteengezet en behelsde 2 mogelijke betalingen.
- (i) De eerste op basis van de audited 2005 accounts [van Curvalue, onderzoekers] tot een maximum van EUR 17.355.223 (bestaand uit EUR 10.363.106 contant en 1.920.964 VDM aandelen), was gebaseerd op de formule $\text{earn-Out 2005} = \text{Audited PBT 2005} \times (\text{Maximum Payment 2005} / \text{Projected PBT 2005})$, waarbij de geprojecteerde PBT 2005 EUR 7.100.000 was en waarbij een formaat voor genormaliseerde PBT was aangegeven.
 - (ii) De tweede betaling berustte op hetzelfde principe voor het jaar 2006 met een maximum van EUR 18.081.434 waarvan een eerste component EUR 5.363.105 in contant en 1.920.964 VDM aandelen zou bedragen en een additionele component EUR 5.000.000 in contant.
101. Schedule 3.4 bij de BCA bevatte dezelfde regeling, iets uitvoeriger beschreven, en met de volgende (aangepaste) bedragen

⁵³ Gespreksverslag Böttcher,, p. 2.

"Earn-Out 2005 is een maximum cash bedrag van EUR 17.716.280, waarvan up to EUR 17.356.293 verrekend zal worden met de verplichting van Verkopers om maximaal 1.920.964 VDM aandelen tegen EUR 3.83 per aandeel te nemen en de rest een betaling in contanten van maximaal EUR 10.358.987.

Earn-Out 2006 is een maximum bedrag van EUR 17.716.280 waarvan de eerste component maximaal EUR 12.716.280 in cash zal zijn, van welk bedrag maximaal EUR 7.357.293 verrekend zal worden met de verplichting van Verkopers om maximaal 1.920.964 VDM aandelen tegen EUR 3.83 per aandeel te nemen, en de rest een bedrag in contanten van maximaal EUR 5.358.987."

102. De genormaliseerde PBT 2005 was EUR 7.100.000 en die voor 2006 EUR 11.500.000, net als in de Letter of Intent.
103. Voor het gemak noteren onderzoekers hier hetgeen daadwerkelijk bij wijze van earn-out aan de Verkopers van Curvalue is betaald.
 - de earn-Out 2005: EUR 940.000 in contanten en 1.920.964 VDM aandelen
 - de earn-Out 2006: 1.175.965 VDM aandelen en geen contanten.
104. Volgens Pruis gingen de onderhandelingen over de totstandkoming van de earn-out regeling tussen ABN AMRO namens VDM en Van der Merwe namens Den Drijver en de andere verkopers. Van der Merwe moest wel terug naar Den Drijver en in de RvB is ook wel besproken dat Den Drijver er zelf wel voor moest zorgen dat de verwachtingen werden waargemaakt⁵⁴. Dat er een conflict zou kunnen bestaan bij Den Drijver tussen zijn positie als verkoper en zijn rol in de RvB (bij het tot stand komen van de earn-out was nog niet bekend dat Den Drijver Böttcher als CEO zou opvolgen) was volgens betrokkenen (Arentsen, Pruis) wel onderkend. Echter, men ging er van uit dat Den Drijver niet direct bij de berekening van de 2 earn-outs betrokken zou zijn, en volgens Pruis leste hij er sterk op welke kosten bij welk bedrijf werden geboekt.⁵⁵ Bovendien bleven om die reden de administraties van VDM en Curvalue na de overname nog gescheiden (net als de locatie van de Amsterdamse vestigingen van de twee ondernemingen). Daarnaast hebben onderzoekers kunnen vaststellen dat Den Drijver na de overname het management van Curvalue aan zijn oude management team overliet en dat hij zich in 2006, het jaar waarover de 2e earn-out berekend werd, met name met VDM (en in het bijzonder de Amerikaanse operaties) heeft bezig gehouden.
105. Ten aanzien van de earn-out 2005 schrijft Pruis in een notitie van 14 juli 2006 aan de RvB dat een berekening van de 1e earn-out overeen is gekomen tussen Paul Vroling (een werknemer van Curvalue) die de verkoper (Den Drijver) vertegenwoordigde en Pruis zelf *"(subject to approval of the RDD Foundation)"* en dat E&Y de berekening controleren. Pruis schrijft dat de berekening *"is the result of serious negotiations with the representative of the shareholder and both have the opinion that this calculation represents a fair one. It has been a close cooperation between Paul Vroling, Linda Moos and myself."*⁵⁶ Arentsen zegt dat hij zich ervan vergewist heeft dat Den Drijver niet bij deze discussie was betrokken.⁵⁷ Op 21 september 2006 rapporteert E&Y aan de RvC dat ze hebben geverifieerd dat de earn-out berekening correct volgens de afgesproken methode is berekend⁵⁸. Pruis heeft aangegeven dat er discussie was over een tegemoetkoming van ongeveer EUR 1 miljoen wegens een te late oplevering door een leverancier. Bij de totstandkoming van de earn-out regeling werd uitgegaan van een multiplier voor de genormaliseerde winst en een eenmalige aanmerking van buitengewone inkomsten. Uiteindelijk is besloten dat deze bate niet tot de genormaliseerde winst behoorde. Pruis zegt dat bij de totstandkoming van de earn-out regeling was

⁵⁴ Gespreksverslag Pruis, p.1.

⁵⁵ Gespreksverslag Pruis, p. 2.

⁵⁶ Notitie Leo Pruis to Executive Board 14 July 2006.

⁵⁷ Gespreksverslag Arentsen, p. 9.

⁵⁸ Brief H.M. de Wit/G.H.C. de Mérés van E&Y aan Members of the Supervisory Board of VDM, gedateerd 21 september 2006.

afgesproken dat hij de betaling zou aftekenen, maar bij zijn vertrek in oktober 2006 was dat nog niet gebeurd, zoals hij aan de voorzitter van de RvC heeft gerapporteerd. Ook Pruis bevestigt dat Den Drijver zich niet met de berekening bemoeide.⁵⁹

106. De earn-out 2006 werd iets vlugger opgepakt dan die over 2005 en al besproken in de RvB vergadering van 4 januari 2007. In de RvC vergadering van 26 april 2007 werd gesproken over de berekening die leidde tot een bedrag van EUR 4.503.944 en zou worden betaald in de vorm van een uitgifte van 1.175.965 VDM aandelen op 2 januari 2008. Verwezen wordt naar de RvB discussie van 30 maart 2007, het rapport van E&Y van 2 april 2007 met de verificatie en een memo van de RvB met commentaar op die verificatie. De opmerkingen van E&Y geven de onderzoekers geen reden tot verdere opmerkingen. Arents en geeft in de vergadering van de RvC aan de cijfers met Wolfswinkel te hebben doorgelopen en de intern geproduceerde earn-out te accepteren ondanks een verschil van EUR 13.381 met de berekeningen van E&Y. Ook Wolfswinkel heeft bevestigd dat deze 2e earn-out plaats vond op basis van cijfers van Moos, "rechttoe – rechtaan" was, en dat Den Drijver niet betrokken was bij de onderhandelingen.⁶⁰ Onderzoekers hebben niet uit de notulen van de RvB vergaderingen kunnen opmaken of Den Drijver zich aan de conflict of interest bepalingen uit de Executive Board Rules hield maar zij constateren dat de RvC toch het gremium was dat de earn-out aftekende.

(c) Goodwill impairment

107. Op 19 juli 2006 is De M  ris gast bij de RvB vergadering (overige aanwezigen: Böttcher, Rondeltap, Pruis en Martijn Snoek, hoofd juridische zaken, afwezig: Den Drijver). De M  ris rapporteert over het SOX compliant project en hij legt uit hoe er onder IFRS met goodwill/impairment moet worden omgegaan. Bij de notulen van de vergadering is er een resumé van zijn exposé waarin wordt opgemerkt:

"Goodwill/impairment Curvalue

In the Netherlands, VDM has not much goodwill under IFRS, with the exception of Curvalue.

At the closing of Q2, VDM should analyze and assess if there is a 'triggering event' i.e.: are we still going to realize Curvalue results estimated/projected for year-end 2006, as the HY-1 results do not meet expectations/projections. In this assessment also the market developments may be taken into account. Based on the outcome of the assessment a decision for impairment should be made.

For an adequate assessment it is essential to keep the Curvalue entity clearly traceable (= same entity as at purchase moment). Also important is to determine the moment as from when VDM was in control and as from when VDM was accountable for any economic risk.

GdM stresses that if there is now any serious risk for impairment in Q3, the impairment should be effectuated in Q2. Therefore, he advises that EB to inform the Audit Committee in the 26 July meeting via a memo (incl. assessment) on a possible CV impairment in Q2."

108. Conform deze aanbeveling wordt er bij de memorandum over Q2 reporting aan de Audit Committee voor hun vergadering op 26 juli 2006 een notitie gevoegd van 2 pagina's over de waarde en mogelijke afboeking van goodwill van Curvalue. Gesteld wordt dat de waardering van Curvalue moest plaatsvinden op basis van een earn-out waarde schatting. In de jaarrekening was een indicatieve waarde gegeven van EUR 60 miljoen. Toetsing tegen een calculatorische waarde van het

⁵⁹ Gespreksverslag Pruis, p. 2.

⁶⁰ Gespreksverslag Wolfswinkel, p. 4.

bedrijf leverde ongeveer dezelfde waarde op. Gesteld wordt *"Als de verwachte waarde substantieel lager was geweest (dan wel de koers per 2 januari hoger en dus daarmee de theoretische waarde van het pakket) dan hadden wij direct een impairment moeten boeken via de Winst en Verliesrekening van het eerste kwartaal. Dit risico lag ter grondslag aan het feit dat de prijs van het aandeel VDM bij het tekenen van de LOI en de signing een lagere was."*

109. Gesteld wordt voorts dat schatting van de winst/cash flow verwachtingen voor de komende jaren de balanswaarde van Curvalue bepalen en dat *"omdat wij boekhoudkundig met een relatief hoge aandelen startwaarde moesten beginnen, gegeven de IFRS regels, lopen wij theoretisch snel aan tegen een impairment risico indien de resultaten tegenvallen:"* De notitie vervolgt aldus:

"Momenteel spelen bij Curvalue twee zaken:

1) Curvalue IV is gesloten

2) Resultaten blijven achter bij het budget

Ad 1) Dit was een verlieslatende operatie dus in theorie waarde creatie door sluiting. Echter gekeken dient te worden of dit bedrijfsonderdeel oorspronkelijk ingeschat was als winstdragend en derhalve een onderdeel van de goodwill.

Ad 2) Beoordeeld moet worden of dit in de toekomst goedge maakt gaat worden.

Beide zaken worden momenteel tegen het licht gehouden om te bepalen of er wel of geen impairment dient te komen. Beide zaken dienen gedocumenteerd te worden.

Varia;

Een afboeking via het vermogen van de waarde van de onderneming (business entity value) kan economisch logisch lijken (waarde aandeel van het moment van tekenen LOI of Closing) ware het niet dat IFRS bepaalt dat dit het moment van het In Control (levering) is. Dit is zo bepaald omdat vanaf dat moment ook alle winsten aan de verkrijgende onderneming toekomen en niet eerder.

Vraag: had een dergelijk risico van koersstijging en als gevolg hiervan een verhoogde kans op impairment voorkomen kunnen worden?

Afdekking zou mogelijk zijn via Inkoop eigen aandelen of een soort (put)optie op eigen aandelen. Afgezien van niet te verwaarlozen zaken zoals "voorkennis" leiden beide transacties tot grote cash uitgaven plus alleen mutaties in het eigen vermogen. Dit soort transacties leiden niet nooit tot aanpassing van de waarde van de geacquireerde onderneming en de gerapporteerde goodwill."⁶¹

In de notulen van deze vergadering is over de discussie het volgende te lezen:

"The Chairman then yielded the floor to Mr. Pruis to give an explanation of the memorandum regarding the impairment test on the acquisition of Curvalue. The key issue is that the goodwill of this acquisition was based on the consideration of the Company as of January 2, 2006 (shares and cash) and the business entity value. As a result of the steep increase of the share price of the Company during the period of the signing on October 12, 2005 and the completion of the transaction on January 2, 2006, the goodwill increased substantially. Under IFRS the Company should review the necessity of an impairment and

⁶¹

Enclosure to Memo re Q2 repoting/AC 26 July 2006.

*document this process on a quarterly basis. In case of a possible triggering event, such an assessment should be made and documented to safeguard the decision following this assessment. Consequently, at the closing of Q2 the Company should for example analyze and assess if the Company is going to realize Curvalue estimates for year end 2006, given the fact that the half years results do not meet the projections. In this assessment the market developments should also be taken into account. At this moment the management of Curvalue is evaluating the multiyear budget in order to make a good and proper assessment of the value of the business as of June 30, 2006. Based on the preliminary calculations of the financial director of Curvalue, Mr. Pruis expected the impairment to be in the range of € 10.0 million. Mr. Den Drijver added and elaborated that the possible impairment of the purchase price was rather an IFRS issue than a business issue."*⁶²

110. Van de RvB van 2 augustus wordt onder het kopje "Progress Impairment test Curvalue" het volgende genotuleerd:

<i>"Trading</i>	<i>-</i>	<i>Forecast conservative 1.5 mio above Purchase value, no impairment</i>
<i>Brokerage</i>	<i>-</i>	<i>Forecast disappointing results in the growth of customers 10 mio under Purchase value, impairment needed "</i>

Pruis suggereert een vergadering met het management van Curvalue om te checken of deze cijfers correct zijn.

111. In de notulen van de Audit Committee van 15 augustus 2006 (Arentsen als voorzitter, Van den Brink als lid, ook aanwezig de voltallige RvB, De Méris, een andere accountant van Ernst en Young en Snoek) is te lezen dat Pruis de Q2 cijfers toelicht als beïnvloed door buitengewone gebeurtenissen.

"The purchase price for Curvalue is expected to be settled at a total of approximately 6,9 million shares of the Company and € 5,9 million cash. Under IFRS the estimated purchase price amounts to € 51,2 million resulting in goodwill of € 32 million. Under IFRS we have impaired € 10,0 million on our (online) brokerage business due to revised estimated discounted cash flows as a result of anticipated additional investments and marketing expenditure;

*Then Mr. Pruis elaborated on the impairment on the Curvalue brokerage segment and the various steps which were taken in this respect. He mentioned that the triggering event was the lower financial performance of Curvalue brokerage compared to the original forecast. He clarified that under IFRS the impairment analysis should be based on a segment basis and not on a company basis. The Chairman made two observations in this respect. He was surprised that the analysis was based on a segment basis and secondly he noted that the impairment was triggered by a lower financial performance of Curvalue compared to the original forecast."*⁶³

Vervolgens wordt in de audit committee gesproken over de draft press release over de Q2 cijfers, waarin een impairment "on brokerage business of € 10.0 million" wordt aangekondigd.⁶⁴

112. Een concept notitie van de RvB aan de RvC van 10 augustus 2006 geeft in detail de onderbouwing van EUR 10 miljoen aan. Onderzoekers citeren als volgt.

⁶² Minutes of the Audit Committee Meeting July 25, 2006.

⁶³ Minutes of the Audit Committee Meeting August 15, 2006.

⁶⁴ Press Release August 17, 2006.

"D&P [Duff & Phelps, onderzoekers] finalized their purchase price allocation work on basis of which the initial accounting for the acquisition of Curvalue has taken place (Annex IV). Subsequently, triggered by an lower financial performance of Curvalue compared to original forecasts, revised estimates for the earn-out 2006 and the business entity value of Curvalue as of June 30, 2006 were prepared. These revised forecasts determined the impairment as recognized in the second quarter 2006. The underlying table gives an overview of the different steps taken in this process.

(in € millions)	Trading	Brokerage	Total
Purchase price (including acquisition costs)	38.5	17.8	56.3
1)			
Less: fair value of identifiable intangibles assets	(15.0)	(3.7)	(18.7)
Add: deferred tax liability fair value step up (excluding goodwill)	4.2	0.8	5.0
Less: Identifiable other assets	(7.7)	2.3	(5.4)
Implied goodwill on acquisition date January 2, 2006	20.0	17.2	37.2
Adjustment earn-out compared to January 2, 2006 estimates (accounted for through equity adjustment)	(3.6)	(1.5)	(5.1)
Revised goodwill on acquisition	16.4	15.7	32.1
Revised goodwill on acquisition	16.4	15.7	32.1
Net asset value of entity excluding goodwill, June 30, 2006	19.5	0.1	19.6
Equity at risk June 30, 2006	35.9	15.8	51.7
Business entity value June 30, 2006	37.9	6.2	44.1
Excess value/(deficit)	2.0	(9.6)	(7.6)
Impairment on goodwill 2)	n/a	(10.0)	(10.0)
1) The difference compared with the € 60 million included in the subsequent events disclosure in our Annual Report 2005, is due to the revised budget 2006 issued in March 2006, which is used for PPA determination.			
2) Impairment is tested at segment level. Hence, any excess in one segment cannot be offset by a deficit in another segment.			

The earn-out 2005 has been calculated and reviewed by E&Y. It is anticipated that the issuance of shares and the payment of the cash portion in relation to the 2005 earn-out will take place in August 2006. The earn-out 2006 has been estimated based on the new forecasts for the year 2006. Until all contingencies with respect to the earn-out 2006 are solved (December 31, 2006), all adjustments to the earn-out will be reflected as an adjustment through equity. It is anticipated that the earn-out 2006 will fully be settled by a share issue.

The impairment recognized relates to the brokerage segment only. For the trading segment, the Business Entity Value (BEV) is in excess of the amount of equity at risk. Given the relative small amount of excess for the trading segment, for future reporting periods, however, such a conclusion is sensitive to the development of 2006 actual income which

requires us to strictly and timely monitor these developments throughout this first year of integration. In conformity with our impairment analysis for VDM Specialists, we will perform – in cooperation with Duff and Phelps, valuations as of October 31, 2006.

The calculations included in the table above are based on a measurement price of the shares of € 6.37, which was the quoted stock price at the date of the acquisition. If the analysis is reperformed on the basis of € 3.83 (the letter of intent, BCA calculation price), assuming equal allocation of the purchase price over the two segments, the outcome would be as follows:

(in € millions)	Trading	Brokerage	Total
Total consideration including earn-out adjustment	23.4	10.8	34.2
Less: fair value of identifiable intangibles assets	(15.0)	(3.7)	(18.7)
Add: deferred tax liability fair value step up (excluding goodwill)	4.2	0.8	5.0
Less: Identifiable other assets	(7.7)	2.3	(5.4)
Revised goodwill basis	4.9	10.2	15.1
Revised goodwill on acquisition	4.9	10.2	15.1
Net asset value of entity excluding goodwill, June 30, 2006	19.5	0.1	19.6
Equity at risk June 30, 2006	24.4	10.3	34.7
Business entity value June 30, 2006	37.9	6.2	44.1
Excess value/(deficit)	13.5	(4.1)	9.4
Impairment on goodwill 2)	n/a	(4.1)	(4.1)

The main assumptions used for determination of the business entity value (BEV) as of June 30, 2006 are summarized below (in comparison to those used for the PPA project as of January 2, 2006):

Major assumption used for valuation	Trading		Brokerage	
	BEV June 30	BEV Jan 2	BEV June 30	BEV Jan 2
Terminal growth rate	2.0%	2.0%	3.4%	3.4%
WACC	13%	13%	16%	16%
Long-term effective tax rate	25.5%	29.6%	25.5%	29.6%
Terminal cash flow (in € millions)	4.6	5.6	1.5	2.6
Terminal net revenue (in € millions)	18.0	20.0	10.6	10.0
Margin	33.8%	40.0%	19.7%	35.7%
Forecast period	3.5 years	2 years	2.5 years	2 years"

113. Ten slotte hebben onderzoekers over dit onderwerp ook een advies van 4 pagina's aangetroffen van Duff & Phelps gedateerd 21 augustus 2006 en gericht aan Pruis betreffende "*Review of impairment test of Curvalue as of June 30, 2006*". Dit advies is in de RvC vergadering van 29 augustus 2006 besproken. Als basis voor de verificatie wordt genomen een door VDM aangeleverd document. "*Impairment test Curvalue*" gedateerd 6 augustus 2006 (onderzoekers hebben dit document niet

kunnen bezien), het budget en andere geleverde cijfers. Het door VDM opgestelde model wordt door Duff & Phelps op verschillende onderdelen getest en geëvalueerd en de conclusie is als volgt.

*"We hereby confirm that the valuation methodologies chosen for the valuation of Curvalue are appropriate and that the methodologies have been applied correctly and consistently, also compared to the PPA Model, where necessary. We also confirm that we have not found any technical mistakes in the Model, as received from VDM."*⁶⁵

114. Naar aanleiding van het persbericht van 17 augustus 2006 ontvangt VDM kennelijk een brief met vragen van de AFM, zo is te lezen in de notulen van de RvB vergadering van 23 augustus 2006. De volgende actie wordt dienaangaande genomen:

- *RdD [Den Drijver, onderzoekers] will contact D. van den Brink [voorzitter RvC, onderzoekers] on this letter, LP [Pruis, onderzoekers] already informed K. Arentsen [voorzitter Audit Committee, onderzoekers].*
- *Based on input to be given by Compliance and Control – the EB will draft a reply which will be submitted to VDM's external legal advisor.*
- *After having received the legal input the draft will be discussed in the Audit Committee on 29 August."*⁶⁶

In de notulen van de RvC vergadering van 29 augustus 2006 is te lezen dat dit rapport aan de orde komt. Onderzoekers gaan er van uit dat het Duff & Phelps review de onderbouwing leverde voor het antwoord aan de AFM. In dezelfde RvC vergadering wordt besproken dat De Brauw zal assisteren bij het beantwoorden van de AFM brief.

115. Gesprekken met Pruis, Arentsen, Van den Brink, Rondeltap en anderen bevestigen dat de hogere koers van de aandelen VDM in combinatie met de vertraging in de "roll-out" van Online Trader tot de impairment hebben geleid⁶⁷ en dat dit een boekhoudkundige aanleiding had. Men was, aldus Pruis, in die tijd bezig met het "wennen aan IFRS". Er is mogelijk meer te zeggen over de waardering van Online Trader. Een feit is dat daar door ABN AMRO een waardering aan gegeven is die met het potentieel van het systeem rekening hield. Duff & Phelps hebben op die waardering een fairnesss opinie afgegeven. Echter, bij het vaststellen van de overname prijs en de wijze van betaling is, terecht, besloten deze waarde als potentieel door de earn-out te laten lopen. Op de verdere aandacht die door het management van VDM na 2 januari 2006 aan de ontwikkeling en roll-out van Online Trader is gegeven komen onderzoekers in een apart hoofdstuk terug.

(d) Integratie en overige Curvalue aangelegenheden

116. Voor zover verder nog relevant voor vragen met betrekking tot de afwikkeling van de overname van Curvalue merkte Van den Brink op dat mensen uit de Curvalue organisatie ook op posities binnen VDM werden geplaatst in 2006 en dat hij aan het eind van dat jaar in de gaten kreeg dat veel staf van VDM aan het vertrekken was.⁶⁸ Daarop komen onderzoekers nog terug.
117. Böttcher zei dat er geen formeel draaiboek was voor de integratie en dat dat ook niet zo nodig was. VDM en Curvalue waren en bleven 2 heel verschillende bedrijven met elk een eigen cultuur.⁶⁹ Pruis vond dat Den Drijver zich met Curvalue en Online Trader moest bezighouden maar in praktijk was

⁶⁵ Duff & Phelps brief 21 augustus 2006 aan Leo Pruis.

⁶⁶ Minutes Executive Board Meeting dated August 13, 2006.

⁶⁷ Gespreksverslag Pruis, p. 2, Gespreksverslag Rondeltap, p.2 en Gespreksverslag Arentsen, p. 4.

⁶⁸ Gespreksverslag Van den Brink, p.2.

⁶⁹ Gespreksverslag Böttcher, p. 3.

Den Drijver, nadat hij CEO was geworden, in 2006 meer met Amerika bezig.⁷⁰ Rondeltap herinnert zich een gesprek in de zomer van 2006 met Arentsen en Pruis waarin zij uitspraken er op toe te zien dat kosten die voor rekening van Curvalue zouden moeten komen niet bij VDM zouden worden geparkeerd zodat de genormaliseerde winst bij Curvalue geïnflateerd zou worden met het oog op de earn-out.

118. In de notulen van de RvB van 21 juli 2006 wordt wel vermeld dat het integratieplan voor Curvalue vlug gereed zal zijn maar onderzoekers hebben geen plan aangetroffen. Betrokkenen wisten zich bij navraag ook geen plan te herinneren. Met alles wat op de RvB afkwam in 2006 (nieuwe accountant, tegenvallende resultaten, problemen in de VS, nieuwe projecten, veranderingen in staf – over veel van deze onderwerpen later meer) is er in de bevindingen van onderzoekers geen actie van de RvB geweest die erop gericht was inkomensstromen te beïnvloeden met het oog op de earn-out. Omgekeerd is er weinig aandacht geweest voor de integratie. Het feit dat de systemen en financiële rapportage van VDM en Curvalue met het oog op de earn-out gescheiden werden gehouden versterkte die bevinding.

Dit niettegenstaande het feit dat E&Y in hun 2004 audit letter nogal wat onvolkomenheden in de financiële administratie van Curvalue had geconstateerd (zie nr. 93) en dat PWC in hun financial due diligence rapport had vastgesteld dat "*Significant efforts will be needed to bring management information and controls to VDM standards*".⁷¹ Ook ABN AMRO in hun presentatie aan de RvC hadden aanbevolen "*Concentrate on integration of business first*".⁷² Integratie wordt ook specifiek genoemd als één van de strategische prioriteiten in het jaarverslag 2006⁷³.

Samenvatting

119. Aan het eind van elk hoofdstuk zullen onderzoekers de feiten en hun bevindingen samenvatten met het oog op de "*Executive Summary*" die aan het begin van dit verslag is opgenomen. De onderdelen in dat hoofdstuk zijn letterlijk de tekst van deze samenvattingen.
120. Zonder dat onderzoekers zich willen uitlaten over de vraag of de aankoop van Curvalue voor VDM de juiste strategische keuze was en een tijdige, stellen zij vast dat de beslissing een logisch uitvloeisel was van de strategische overwegingen van de RvC en RvB naar aanleiding van de marktveranderingen die op VDM van invloed waren. De besluitvorming en de opmaak daartoe was zorgvuldig en goed onderbouwd mede aan de hand van advies van McKinsey.
121. Het onderzoek naar Curvalue was gedegen, de adviseurs die bij het proces betrokken waren hebben de totstandkoming van de transactie ondersteund op een wijze die voldeed aan normen die golden in de praktijk en de documentatie die onderzoekers hebben gezien voldeed ook aan wat men zou mogen verwachten. Het onderzoek leverde overigens een aantal signalen op over het financiële en risk management beleid bij Curvalue die zorgelijk waren. Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen dat er post-closing veel met die signalen is gedaan, hoewel Moos in haar reactie op het concept verslag wel gewezen heeft op een aantal verbeteringen met name op het gebied van finance en control.
122. De keuze om Online Trader niet te waarderen maar om de positieve effecten ervan via de earn-out te laten open was een gelukkige. Het conflict tussen Den Drijver als verkoper en ontvanger van een mogelijke earn-out enerzijds en zijn rol als bestuurder (niet onmiddellijk was voorzien dat bij Böttcher als CEO zou opvolgen – zie hierna) anderzijds waren onder ogen gezien. Alhoewel er geen formele afspraken over waren gemaakt gingen betrokkenen ervan uit dat hij zich niet zou mengen in

⁷⁰ Gespreksverslag Pruis, p. 2.

⁷¹ PWC Project Zaagmolen Financial Due Diligence 15 July 2008, p. 8/9.

⁷² Presentation to Supervisory Board, 24 May 2005, p. 15.

⁷³ Jaarverslag 2006, p. 9 en 26.

de berekening van de earn-out noch anderszins invloed op de uitkomst van het proces zou uitoefenen en zo is dat in de praktijk ook gegaan.

123. Tot impairment van EUR 10 miljoen voor Curvalue in de Q2 cijfers van 2006 is gefundeerd en gedegeen door de RvB, RvC (en Audit Committee) besloten, gebaseerd op de uitleg van E&Y over hoe er onder IFRS met goodwill/impairment moet worden omgegaan. De onderzoekers zeggen daarmee (nog) niets over de initiële waardering van Online Trader en de redenen voor de tegenvallende resultaten van Online Trader.
124. Onderzoekers constateren dat de EUR 5 miljoen pre-closing facility die door VDM aan Curvalue werd verstrekt mogelijk is gebruikt voor een "kas-rondje" (zie disclosure letter) wat strikt genomen in strijd zou zijn met de verbodsbepaling in de betreffende leningsovereenkomst.
125. Er is in 2006 betrekkelijk weinig gedaan aan de integratie van Curvalue binnen VDM. Hoewel Curvalue management ook verantwoordelijkheden kreeg binnen VDM en de financiële afdelingen werden geïntegreerd, bleven de twee ondernemingen administratief en operationeel gescheiden, waarmee betrokkenen de objectiviteit van de earn-out regeling lieten prevaleren boven mogelijke synergie.

2.3 Online Trader

(a) Analyse en het uitrollen van Online Trader

126. Deelname aan het effectenverkeer door beleggers was tot de jaren negentig relatief kostbaar. Veelal werden orders op basis van een adviesrelatie telefonisch of in een gesprek opgedragen aan een bank of een commissionairsbedrijf, die deze orders naar de beurzen doorvoerde in een centraal orderboek. Op de beurzen waren de hoeklieden (voor aandelen en obligatie markten) en market makers (voor derivaten markten) belast met het afstemmen van vraag en aanbod. Zij hadden inzage in het orderboek en zorgden ervoor dat (zo nodig door het innemen van eigen posities) de transacties tot stand werden gebracht. Bij hen lag de verantwoordelijkheid om er zorg voor te dragen dat de markt liquide was. In deze rol was er slechts beperkte concurrentie en werden door betrokkenen relatief hoge winsten en inkomens en/of bonussen getoucheerd.
127. In de tweede helft van de jaren 90 werd dit systeem van effectenbemiddeling en beurshandel (open out cry) met behulp van nieuwe technologie ingrijpend gewijzigd en transparanter. Aan de rol van hoeklieden kwam toen een einde. Voor de liquiditeit van de markt werd wel een rol voor market makers gehandhaafd, maar deze moesten gaan concurreren met andere marktpartijen (proprietary trading). Hun informatievoorsprong verdween en zij konden slechts profiteren van lagere transactiekosten die door de beurzen in rekening werden gebracht. Door het beschikbaar komen van relatief goedkope computers en internet werd de traditionele bemiddelingsfunctie van banken en commissionairs aan wezenlijke veranderingen blootgesteld. Deze nieuwe technologie bood de mogelijkheid om (als het ware) een professionele dealing-room ter beschikking te stellen aan de beleggers en met relatief lage kosten "online" een effectenrekening te openen en transacties af te wikkelen op binnen- en buitenlandse beurzen. Via internet werd deze nieuwe belegger niet alleen inzicht gegeven in het verloop van koersen (streaming information) maar op de "site" werd een veelheid van relevante marktinformatie beschikbaar gesteld. Dergelijke online effecten brokers krijgen, in navolging van de VS, ook in Europa voet aan de grond. Deze nieuwe brokers gaven geen advies, hun dienstverlening beperkte zich tot zogenaamde execution only. Door hevig met de prijs te concurreren werden vele klanten van traditionele bemiddelaars overgehaald hun zaken voortaan zelf in de hand te nemen. Nederland kent een relatief groot aantal actieve effecten beleggers en loopt voorop in deze ontwikkelingen. Ook in Frankrijk ontstonden na de eeuwwisseling dergelijke initiatieven. In Nederland zijn ALEX en BinckBank zeer succesvol toegetreden tot deze nieuwe markt en zij hebben in 2005 reeds een groot aandeel van de markt van de traditionele partijen

veroverd. De traditionele partijen waren inmiddels zelf ook vergelijkbare initiatieven gaan ontwikkelen om hun marktaandeel te verdedigen.

128. In de prognose van de Curvalue resultaten zoals die bij de start van het onderzoek naar een mogelijke overname door VDM door Curvalue zelf waren afgegeven, vormden de inkomsten uit Online Trader een onderdeel van de omzet van VDM Institutional Brokerage LLC. Deze resultaten bedroegen in 2002, 2003 en 2004 respectievelijk EUR 1,0, EUR 1,2 en EUR 1,0 miljoen en zouden in 2005 en 2006 toenemen tot respectievelijk EUR 3,4 en EUR 10,6 miljoen. Het is onderzoekers duidelijk geworden dat deze prognose in het due diligence naar Curvalue veel aandacht heeft gekregen van ABN AMRO temeer daar al snel duidelijk werd dat het Online Trader project vertraging ondervond. Afhankelijk van de "weighted average cost of capital" (16% of 12,1%) werd de waarde van Online Trader door Curvalue ingeschat op EUR 19,7 miljoen of EUR 26,7 miljoen, ofwel 45% van de totale waarde van Curvalue. Het advies van ABN AMRO was deze waardering van Online Trader niet in de koopprijs te honoreren, welk standpunt door VDM is overgenomen. Indien Online Trader snel vooruit zou gaan zou dit gehonoreerd worden via de earn-out bepaling.

129. Aan Online Trader wordt wel een belangrijke rol toegeschreven:

*"By integrating Curvalue's 'OnlineTrader' Van der Moolen has entered the market of institutional internet brokerage both in derivatives and securities...."*⁷⁴

130. Het strategische belang van Online Trader wordt in het Jaarverslag 2005 met de volgende passage gememoreerd:

*"For the coming year our major priorities are to integrate Curvalue's derivatives and brokerage activities and built on its successful electronic business model...."*⁷⁵

131. Ook in de Jaarverslagen 2006 en 2007 wordt de ambitie herhaald om met Online Trader tegen lage prijzen een elektronische dienstverlening van hoge kwaliteit aan te bieden bij de aan- en verkoop van effecten en de afhandeling van deze transacties. Aan de oorspronkelijke doelgroep voor Online Trader van professionele partijen worden in de loop van 2007 ook retail klanten toegevoegd. Het is uitdrukkelijk de bedoeling van VDM deze dienstverlening internationaal aan te gaan bieden.

132. Bij de benoeming van Den Drijver als CEO per 1 mei 2006 werden de aandachtsgebieden binnen de RvB opnieuw vastgesteld en verdeeld (zie ook nummer 352); Online Trader wordt aan Rondeltap toebedeeld. Terzijde merken onderzoekers op dat Den Drijver het aandachtsgebied IT krijgt toebedeeld en dat de operationele verantwoordelijkheid blijft berusten bij Van den Berg. Van den Berg is op dat moment de CEO van VDM FS en CEO van Curvalue SAS, de 100% dochterondernemingen van VDM waarin de Europese broker activiteiten zijn ondergebracht. Van den Berg is al vanaf 2000/2001 verantwoordelijk voor deze activiteiten in Amsterdam. Deze zijn ook bekend onder de naam Aespen.

133. In 2002 heeft Curvalue een bedrijf met broker activiteiten in Frankrijk (Parijs) overgenomen, genaamd Curvalue SAS. Dat bedrijf komt via de aankoop van een onderdeel van Credit Lyonnais in het bezit van een brokervergunning waarmee ook gelden van klanten mogen worden aangehouden.⁷⁶ Deze vergunning van de Banque de France staat weliswaar toe dat gelden van klanten kunnen worden aangehouden op een rekening bij Curvalue SAS, op deze rekeningen kan echter geen intrest worden vergoed en mag ook geen krediet worden gegeven aan klanten.⁷⁷ Het komt onderzoekers voor dat deze rekeningen geen (volwaardige) effectenrekeningen zijn, maar een soort passage rekeningen.

⁷⁴ Persbericht van 13 oktober 2005.

⁷⁵ Jaarverslag 2005, p. 8.

⁷⁶ Gespreksverslag Van den Berg, p. 1.

⁷⁷ Gespreksverslag Van der Linden, p. 13.

134. Het overgenomen Curvalue SAS werkte met verouderde systemen en bediende een 100-tal ex-vloerhandelaren en semiprofessionals die voor eigen rekening handelen. De beoogde doelstellingen komen onder leiding van een Franse directeur niet van de grond. Op verzoek van Den Drijver gaat Van den Berg in 2004 naar Parijs: hij neemt de taak van deze directeur over en wordt president van Curvalue SAS. Hij verblijft 1 jaar in Parijs, daarna gaat hij forensen.
135. Van den Berg voert een reorganisatie door en vervangt het verouderde software systeem dat toegang tot de beurs biedt door een software systeem dat gehuurd wordt van Easy Screen (gevestigd in Londen). Al snel is Curvalue de grootste klant van deze software leverancier en heeft als zodanig weliswaar invloed, maar alle werkzaamheden worden door Easy Screen uitgevoerd als eigenaar van de source code. Volgens Van den Berg⁷⁸ was het bedrijf daarmee min of meer op orde in 2005. Het eerste businessplan van Online Trader was vooral gericht op de marketing van het bestaande systeem om de kosten te kunnen dekken.
136. Naar de mening van Van den Berg *"waren de beschikbare systemen van Online Trader echter nog niet perfect, met name omdat de afhandeling van de transacties via een clearinginstituut verliep, waarvan de output met een dag vertraging één op één naar de klant ging. Bij een aantal professionele klanten zou dit geen bezwaar zijn, maar zeker retail klanten verwachten veel meer service"*. Naar verluid heeft in 2006/2007 wel een verbeterslag plaatsgevonden (aan de back-office kant en gericht op Franse regelgeving). Bij de overname van Curvalue door VDM waren er 78 klanten.⁷⁹
137. Vastgesteld kan worden dat Online Trader een front-end systeem was, waarmee orders naar een beurs gestuurd konden worden. Online Trader was één van de vele beschikbare systemen op de markt. Voor (particuliere) klanten ligt de toegevoegde waarde echter bij de mid- en back-office systemen en het beschikbaar stellen van marktinformatie.
138. In de notulen van de RvB in 2006 is weinig te vinden over de voortgang van de plannen rond Online Trader. Wel komt op 6 januari 2006 een informatief memo van Pruis ter sprake rond de toedeling van de goodwill die als gevolg van de overname van Curvalue volgens bestaande regelgeving aan de verschillende business lines moet plaatsvinden (zie nrs. 107 e.v.).
139. Voor de agenda van de RvB van 12 april 2006 wordt door Vroling een notitie met een verdere uitwerking van het in januari vastgestelde budget 2006 geagendeerd. Hierbij merkt hij op:
- "Gezien de resultaten van het eerste kwartaal is mijn persoonlijke inschatting dat het realiseren van het budget 2006 moeilijk wordt Ik stel voor dat ik onderzoek wat voor consequenties dit heeft voor de purchase allocation en een mogelijke impairment."*
- De operationele resultaten van Curvalue SAS blijven zowel in januari als februari 2006 reeds EUR 50.000 achter bij de begroting.
140. In de notulen van de RvB van 6 maart 2006 stelt Den Drijver voor de licentie van Curvalue SAS bij de Banque de France te upgraden. *"which will allow CV France to extend credit and to bear and charge interest"*. Voor deze upgrade moet het kapitaal verhoogd worden tot EUR 10 miljoen en moeten Chinese wall maatregelen en een upgrade van de back-office doorgevoerd worden. De RvB gaat ermee akkoord dat Den Drijver de procedure hiertoe in gang zet. Dit initiatief blijft voorlopig als *"pending"* op de actielijst van de RvB staan als actie voor Den Drijver, maar wordt nimmer geconcretiseerd.

⁷⁸ Gespreksverslag Van den Berg, p. 1 en 2.

⁷⁹ Gespreksverslag Van den Berg, p. 1 en 2.

141. Uit een intern memo van Joost van Nassau aan de RvB van 27 juni 2006 blijkt dat Curvalue SAS/Online Trader plus minus 90 rekeningen voor klanten in de boeken heeft.
142. In de RvB vergadering van 2 augustus 2006 wordt vastgesteld dat voor de trading activiteiten geen, maar voor de broking activiteiten wel een impairment nodig is. Als gevolg van de teleurstellende prognose van de groei in het aantal klanten ligt de waarde hiervan EUR 10 miljoen onder de aankoopwaarde zoals bij de overname van Curvalue door VDM vastgesteld.
143. Volgens van Van den Berg ligt *"het break-even punt voor de exploitatie van Online Trader bij 1000 klanten"*.⁸⁰ Onderzoekers gaan ervan uit dat dit getal ten grondslag heeft gelegen aan de prognose van Online Trader bij de overname door VDM en de begroting van 2006/2007.
144. In de notulen van de RvB van 2 augustus 2006 wordt vermeld: *"RdD mentions the possibility to buy the source code of Easy Screen. By doing so, the OLT platform will be owned by VDM."* In een eerdere versie van deze zelfde notulen werd meer genotuleerd: in de vergadering blijkt een memo besproken te zijn waarin wordt vermeld wordt dat er 105 klanten zijn, 40 voor een dure versie en 65 voor een goedkopere versie van de Online Trader dienst. In dit memo zijn tevens de kosten vermeld van de overname van de source-code en de besparingen op de nieuwe versies van de software. De overname zou een goede deal zijn omdat nogal wat nieuwe klanten hier belangstelling voor hebben en het beter is om minder afhankelijk te zijn van Easy Screen.
145. Uit de notulen van de RvB vergadering van 23 augustus 2006 blijkt dat Rondeltap de RvB als volgt informeert:
- "..weak performance of OLT in augustus and expresses his concern of reliability of the platform, which is provided by Easy Screen"*.
- De notulen vermelden verder dat Den Drijver dit zal onderzoeken en de vergadering hierover zal informeren.
146. Uit het verslag van de RvB vergadering van 29 september 2006 blijkt dat de transactie met Easy Screen is afgerond. Het volgende is genotuleerd:
- "RdD informs the participants about more details regarding the incorporation of the data center. Herewith is more stability. Also staff will be incorporated. A sale plan will give mid September a good overview."*
147. Volgens Van den Berg ging een andere grote klant van Easy Screen (Refco) failliet, waardoor de continuïteit van Easy Screen op het spel kwam te staan. Curvalue heeft toen het datacentrum, een aantal werknemers en de software overgenomen van Easy Screen. VDM had een (oneindige) licentie en de source-code was van Easy Screen. De transactie betrof een afkoopsom van 18 maanden met een fee van 25.000 per maand voor de licentie en een bedrag van 250.000 voor de source-code. Het is onderzoekers niet duidelijk of deze bedragen in ponden of euros zijn. Onderzoekers merken op dat de techniek en technische staf in Londen bleven, de klanten in Frankrijk en de clearing in Amsterdam.
148. De notulen van de RvB vergadering van 17 oktober 2006 vermelden ten slotte nog dat Unwin, na zijn IT scan in de VS, ook een scan zal maken van de IT in Europa en dat hij zal starten met Online Trader. Online Trader komt verder niet meer aan de orde in de RvB in 2006.
149. Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen dat, naar aanleiding van de stagnatie in de ontwikkeling van Online Trader in het jaar 2006 en de extern gecommuniceerde vooruitzichten een

⁸⁰ Gespreksverslag Van den Berg, p. 1.

fundamentele analyse heeft plaatsgevonden van de sterke en zwakke punten van het business model, het Online Trader platform en de marktvooruitzichten van het concept. Ook hebben onderzoekers niet vast kunnen stellen dat Online Trader een serieus onderwerp is geweest op de agenda van de RvC. Online Trader is slechts aan de orde gekomen in een presentatie van Unwin over IT bij VDM in de RvC vergadering van 24 oktober 2006. Zie hierna nrs. 470 e.v.

150. Bij het bespreken en uitvoeren van het rapport van Unwin ging de aandacht voornamelijk uit naar het oplossen van de uitdagingen in de VS, waar het handelssysteem voor VDM Specialists fundamenteel op de schop ging en SOX wetgeving hoge eisen stelde aan de interne controle en daarop afgestemde rapportage.

151. Op de agenda van de RvC vergadering van 16 januari 2007 is onder andere de voortgang van de "business units" vermeld. In een presentatie wordt over Online Trader vermeld (to do list 2007):

<i>"Back office costumer friendly output</i>	<i>(done)</i>
<i>Data centre in-house</i>	<i>(done)</i>
<i>Marketing</i>	<i>(starting)</i>
<i>X-change connectivity</i>	<i>(improved)</i>
<i>New markets</i>	<i>(ngoing)</i>
<i>Sales team</i>	<i>(done)"</i>

152. Op een e-mail van Den Drijver aan de RvB van 6 februari 2007, waarin onder andere staat:

"Begin januari 2007 heb ik aangegeven dat het budget van rond de 300 professionele cliënten per 31/12/2007 voor mij niet acceptabel is. Het getuigd van weinig ambitie. Jij zou samen met Marco [Van den Berg, onderzoekers] tot een nieuw budget voorstel komen van +/- 600 tot 700 professionele cliënten incl. tijdslijn, actie plan en aangeven hoe dit budget zou worden gehaald. Ik heb nog geen concreet voorstel mogen ontvangen gaarne follow-up deze week."

antwoordt Rondeltap:

"mee eens, is gecommuniceerd."

153. In de RvB vergadering van 6 februari 2007 wordt deze e-mailwisseling aan het verslag van de betreffende RvB vergadering toegevoegd en melding gemaakt van de teleurstellende financiële ontwikkelingen van (onder andere) Online Trader.
154. Tot de RvB vergadering van 9 mei 2007 lijkt de aandacht van de RvB uit te gaan naar vele andere zaken (zoals inkoop preferente aandelen A, VDM Specialists, 20-F rapportage/SOX, compliance en IT zaken, GIBEX, integratie/verhuizingsscenario's en de aankoop van Robert & Henderson LLC).
155. In de RvB vergadering van 9 mei 2007 wordt door de inmiddels tot de directie toegetreden nieuwe CFO, Wolfswinkel, opgemerkt dat er reconciliatie verschillen optreden tussen de informatie van (clearing instelling) KBC en VDM FS SAS (waarvan Online Trader een onderdeel is).
156. Met betrekking tot de clearingservices van KBC wordt in de RvB van 8 juni 2007 besproken dat deze dienstverlening niet aan de te stellen eisen voldoet en "substandard" is. Besloten wordt KBC schriftelijk te berichten dat het niveau van de service van KBC teleurstelt. Den Drijver oppert tevens een deelname in KBC clearingservices te nemen.
157. Op basis van de aan onderzoekers ter beschikking gestelde informatie lijkt Online Trader in de vergaderingen van de RvC in 2007 niet of nauwelijks aan de orde te komen. Slechts in het verslag van de RvC van 13 augustus 2007 informeert Rondeltap dat Online Trader een marketing campagne

is gestart in kranten en tijdschriften. Ook vermeldt hij dat er een gesprek loopt met een derde partij met 1.000 klanten, waarmee de mogelijkheid van een overname of joint venture met Online Trader wordt verkend.

158. Uit de verslagen van de RvB blijkt dat er inmiddels gesprekken zijn gevoerd met Sycap, de vennootschap van Rowe. Rowe heeft Den Drijver met dit IT bedrijf uit Zweden in contact gebracht. Sycap ontwikkelt een platform voor zogenaamde Contracts For Difference (CFD's), welk product ook wel met "*spread betting*" wordt aangeduid. Hiermee kunnen klanten posities innemen, met een zeer hoge leverage, om te profiteren van koersverschillen waarbij de financiële dienstverlener als tegenpartij acteert. VDM heeft, volgens de notulen van de RvB vergadering van 3 oktober 2007, een contract om, op basis van dit platform, in zee te gaan met Rowe en/of Sycap. Dit initiatief staat los van Online Trader. Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen dat dit contract met Rowe en/of Sycap is besproken met dan wel goedgekeurd door de RvC
159. In de vergadering van de RvB van 24 oktober 2007 komt de in nr. 157 genoemde overname van 1000 klanten van een derde opnieuw ter sprake, maar deze verdwijnt vervolgens van het toneel. In deze vergadering wordt ook vermeld dat een principe overeenkomst is bereikt met Today's Brokers "*for the acquisition of the assets of this company*". Ook van dit initiatief wordt verder niets meer vernomen.
160. Uit de interne rapportage met betrekking tot de financiële resultaten over het 3^{de} kwartaal van 2007 blijkt nog dat de Europese broker activiteiten een verlies maken van EUR 1,9 miljoen (budget van plus EUR 0,5 miljoen).
161. In oktober 2007 houdt Van den Berg Den Drijver de keuze voor: "*of de stekker eruit of investeren in mensen met kennis van marketing, IT en het Franse recht*". Dergelijke gesprekken tussen Van den Berg en Den Drijver worden regelmatig vervolgd, af en toe worden de voorstellen van Van den Berg gedeeltelijk door Den Drijver gehonoreerd, "*maar het lijkt achteraf meer op het spreekwoordelijke pappen en nathouden*".⁸¹
162. Het komt onderzoekers voor dat de strategie met betrekking tot Online Trader in 2007 niet van de grond komt. De inspanningen resulteren niet in een levensvatbare internet broker voor met name institutionele en professionele klanten.
163. Uit de notulen van de RvB vergadering van 7 december 2007 blijkt dat de IT ontwikkel- en ondersteuningsstaf in Londen minder gemotiveerd is. Er is een voorstel gedaan om deze afdeling te verzelfstandigen en verder te gaan op basis van een service overeenkomst met Online Trader. De RvB wijst deze gedacht af wegens de kosten, mogelijk verlies van exclusiviteit en het ontstaan van IP rechten waarvoor VDM moet gaan betalen. Daarbij wordt erop geduid dat er in de nabije toekomst een alternatieve IT oplossing zal komen.
164. Op 16 januari 2008 wordt besloten om te onderzoeken of VDM kan investeren in Avalon (de samenwerking met Avalon zal verder in paragraaf 2.4 aan de orde komen). De achterliggende gedachte is om de Online Trader plannen nieuw leven in te blazen door zich op retail klanten te gaan richten en daarvoor een bankvergunning in Nederland aan te vragen. Dit blijkt uit een opmerking van Den Drijver in de RvC vergadering van 23 januari 2008, waar hij een vraag van de voorzitter (Arentsen) beantwoordt:

"the Executive board will, on a later date, provide the Supervisory Board with a clear plan regarding possible retailbank activities"

⁸¹ Gespreksverslag Van den Berg, p. 3.

165. In de notulen van de RvB vergadering van 11 maart 2008 wordt vermeld dat de RvB met het oog op een analisten vergadering van 19 maart 2008 de strategie van VDM omschrijft als:

"...will include three Lines of business: VDM Trading, VDM Brokerage and VDM Retail Brokerage and Banking. Mr Wolfswinkel spoke with a candidate of director of banking activities. A half year contract will be proposed. A candidate for the position of deputy has been localised. The meeting discussed in short the requirements for a banking licence, including the IT structure and AOIC requirements. A working party will be formed shortly"

166. Op 18 maart 2008 neemt de RvC kennis van deze aanpassing in de strategie en het daarop afgestemde persbericht en stemt in. In het persbericht van 18 maart 2008 staat onder andere de volgende passage, waar Den Drijver wordt geciteerd:

"...By obtaining a bank licence either through the formal approval process or through co-operation with an adequately licensed party we will be capable to expand Online Trader from the current professional level to the retail segment. ..."

167. Het commitment om met Online Trader als strategische doelstelling verder te gaan wordt in dit persbericht nog onderstreept door het volgende:

"...we are exploring investments in back-office capability and developing our distribution strategy. We anticipate that this will be part developed within our organisation and in part with current and new business partners. We are reserving a substantial part of our free cash flow to invest in the execution of this strategy."

168. In de RvB vergadering van 26 maart 2008 wordt het volgende genotuleerd:

"Mr. Wolfswinkel said, together with Mr. Van der Merwe who is closely involved in the banking traject, he is drafting a business plan. Mr. van Riemsdijk of IT will be closely involved in the banking traject. Mr. Den Drijver said that three courses have to be taken: OLT, banking and Avalon.' Mr. Den Drijver said that he wishes to be involved in all three issues and that these issues need to be developed in parallel. Mr Kroon is closely involved in the cooperation with Avalon. Mr. Den Drijver said OLT should further develop as soon as possible. More clients have to be attracted. Not only the possibility to acquire a Dutch Central Bank licence needs to be investigated; an extended Bank de France licence remains a possibility too "

Deze laatste opmerking van Den Drijver bevreemdt onderzoekers omdat dit onderwerp reeds lang op zijn actielijst heeft gestaan. Onderzoekers merken op dat in dezelfde RvB vergadering kantoorruimte in Schiphol Rijk (van DIMP) wordt gehuurd voor het bank team project.

169. In de RvB vergadering van 3 april 2008 wordt het banktraject opnieuw besproken. Uit het verslag blijkt dat een eerste gesprek met DNB heeft plaats gehad. Het volgende is genotuleerd:

"....Mr. Den Drijver said that he believes it to be important to have a banking structure in place, albeit not yet functioning, at the moment the licence is applied for, as a description of intended AOIC and IT structure only may not be sufficient. The experience with the application for the Banque de France license may be useful. It is still possible to prefer the upgrading of the Banque de France licence and to decide not to go through with the application of a DNB licence. Mrs Den Drijver en Wolfswinkel decided to meet with DNB again soon. The regular meeting with Banque de France will be held in about half a year"

170. Vervolgens wordt in de RvB vergadering van 19 mei 2008 de komst van Van der Linden aangekondigd:

"Mr. Frank van der Linden, former CFO of "VDM H", will join VDMH as a consultant reporting to the EB. Mr. van der Linden will set up a treasury function and will report on the financial and organisation structure of On Line Trader ("OLT") and VDMFS SAS. Mr. Mark Giesbers, a consultant, with a relation with Avalon, may join too and will work together with M. Van der Linden en Mr. Len Steffen to further develop the business of OLT. VDM is looking for a manager to lead the commercial development of OLT. The above mentioned gentleman will be paid by VDMFS SAS. VDM Global Markets ("VDM GM") is ready to go live in England and will than cross the sea to Europe. For that reason there is a need to know the possibilities under European rules and regulations."

171. Op de eerste dag dat Van der Linden als consultant aan de slag gaat (13 mei 2008) vond een grote vergadering plaats op Schiphol Rijk. De broker activiteiten staan op de agenda met een presentatie van de heer (Mark) Giesbers. Naast de leden van de RvB zijn daar onder andere aanwezig Kroon, Rowe (VDM GM), Van den Berg (Online Trader) en Maring (Avalon).
172. Op basis van een groot aantal veronderstellingen gebaseerd op onder andere marktresearch door Duff & Phelps wordt in deze presentatie door middel van een daarvoor ontwikkeld spread sheet een schets van een internet broker op papier gezet met de naam Tradex.
173. Tradex zou eerst zware aanloopverliezen kennen, naar herinnering van Van der Linden zo'n EUR 15 miljoen⁸², om daarna aantrekkelijk winstgevend te worden. Op basis van de beschikbare technologie van Online Trader zou in korte tijd een concurrerende internet broker door Avalon in samenwerking met VDM gebouwd worden. Niet alleen de problemen in de mid- en back- office en de verbindingen met de beurzen worden in dit plan opgelost. Het plan voorziet ook in een intelligente internet site met informatie over financiële markten die aan de behoeften van retail klanten tegemoet komt. Via de Music Stores en een interactieve televisie zender van Avalon zal Tradex met relatief lage kosten haar doelgroep kunnen bereiken. De projectie gaat uit van een klantenbestand van ruim 60.000 na 2½ jaar met (cumulatieve) aanloopverliezen van EUR 10 miljoen. Tradex zou bovendien kunnen profiteren van 400.000 door Music Stores in omloop gebrachte cards om het betalingsverkeer te vergemakkelijken.
174. Van der Linden heeft volgens zijn zeggen nog dezelfde dag kritisch gereageerd en tegen Den Drijver gezegd *"Ik vond het geen goede presentatie. Ik vind het te optimistisch, ik denk dat de markt allang verdeeld is"*⁸³
175. Ook Van den Berg reageert kritisch. Hij is van mening dat *"deze vorm van handel in een winkel niet zou werken. Het openen van een rekening"*, meent hij opgemerkt te hebben, *"zou al een week in beslag nemen"*. Van den Berg zou het plan naar eigen zeggen *"afgeschoten"* hebben en werd hier 's middags over gebeld door Den Drijver die boos was dat hij hem publiekelijk was afgevallen.⁸⁴
176. Uit de door onderzoekers geraadpleegde stukken blijkt niet dat het Tradex initiatief na deze presentatie een vervolg heeft gekregen. Op 7 juni 2008 geeft de heer Van den Berg nog een interview in EFFECT12, waarin hij Online Trader *"de groei briljant"* van VDM noemt en waar verder in staat vermeld:

*"Het opschalen van Online Trader heeft fikse investeringen gevraagd....Vroeger was ons digitale handels systeem geleased, dat hebben we nu in huis. ... Gezien de beperkte arbeidskracht die wij behoeven in te zetten om het systeem draaiende te houden denk ik dat we eind 2008 zwarte cijfers schrijven."*⁸⁵

⁸² Gespreksverslag Van der Linden, p. 30.

⁸³ Gespreksverslag Van der Linden, p. 30.

⁸⁴ Gespreksverslag Van den Berg, p. 2.

⁸⁵ Van der Moolen gaat particulier, uit Effect 12.

177. Een verslag van een bespreking op 25 juni 2008 tussen onder andere Den Drijver, Kroon en leden van de staf van VDM vermeldt:

*"de resultaten van Online Trader zijn € 1 miljoen negatief per kwartaal, bij een klantenbestand van 350, structurele verbetering van de resultaten lijkt niet haalbaar.... De activiteiten van Online Trader worden niet met onmiddellijke ingang stopgezet omdat het nu stopzetten en later dit jaar alsnog een nieuw lanceren gezien zal worden als zwalkend beleid..de activiteiten van Online Trader zullen low profile worden voortgezet tot het moment dat een nieuw retail product gelanceerd kan worden-planning eind 2008."*⁸⁶

178. Deze conclusie loopt (blijkbaar) vooruit op een presentatie van Van der Linden die op 4 augustus 2008 zal worden afgerond. In deze presentatie met titel "OnlineTrader, Stoppen of doorgaan?" worden zijn waarnemingen gepresenteerd.⁸⁷

" – Frontend niet echt geschikt voor particulieren

- Marketing uitgaven leiden niet to extra klanten

- Beperkt producten pakket (geen obligaties, beleggingsfondsen etc.)

- Grote operationele problemen

- Flinke additionele investeringen in systemen (>2 ½ - 3 1/2/ mln Euro) en marketing (5 mln euro per jaar)

- Verlies 317K per maand

- Geschatte netto cash outflow voor 2008: - 4,6 mln euro

- geschat verlies voor 2009 bij niet investeren circa 5 mln euro

- geschat verlies voor 2009 bij investeren in systemen en marketing circa 10 mln euro

- break even???"

Het advies is duidelijk en wel om onmiddellijk te stoppen. In de papieren versie van de presentatie heeft Van der Linden zich meer terughoudend opgesteld. Hij had voor zichzelf het volgende vastgesteld over Online Trader. *"Het kon nog niks, je kon er alleen futures en misschien opties op handelen, geen aandelen. Het was eigenlijk een systeem voor handelaren absoluut niet voor klanten. Het was een front-end systeem waarmee je een order naar de beurs kon sturen. Daarvan zijn er honderden en verder kon het systeem bijna helemaal niets. Op het moment dat jij klanten gaat bedienen moet jij daar ook een mid-office/ back-office applicatie achter hebben. Daar ligt je toegevoegde waarde. Een klant doet een order en vervolgens ga je die order goed routen naar de juiste klant, je gaat zijn geld goed beheren, je gaat zijn stukken goed beheren, dividend ga je verwerken, zijn dividendbelasting ga je inhouden en aan het eind van het jaar geef je hem een overzicht afhankelijk van het land waarin je je bevindt. In Nederland staat er alleen maar wat je saldo is en in Frankrijk moet je bijvoorbeeld aangeven wat je resultaat is geweest met handelen. Dat is verplicht volgens de Franse wetgeving. Dat kon het systeem allemaal niet"*⁸⁸.

179. *"De rapportages aan klanten hebben ze geprobeerd uit te besteden aan KBC, hun clearing member, en die heeft een soort houtje-touwtje oplossing gevonden. De administratieve organisatie en interne*

⁸⁶ Online Trader-Retail Project, samenvatting afspraken 25 juni 2008.

⁸⁷ Presentatie Stoppen of Doorgaan? van 4 augustus 2008.

⁸⁸ Gespreksverslag Van der Linden, p. 14, 20 en 22.

controle binnen dat bedrijf en de hele verwerking van de orders en het principe van dubbele boekhouding dat was af en toe ver te zoeken. Jaar in jaar uit waren er grote verschillen tussen wat in de boekhouding van Online Trader stond en wat het tegoed was van klanten en wat daadwerkelijk op de rekening stond bij KBC".⁸⁹ Het beleid rond margin verplichtingen werd bepaald door de clearing (Online Trader kon immers zelf geen krediet verstrekken). De compliance schoot tekort en de rapportage naar de Banque de France liep waarschijnlijk een jaar achter. Er werden naar de mening van Van der Linden grote bedragen besteed aan marketing (EUR 500.000 per jaar) zonder groei van het klantenbestand. Veel klanten kregen bovendien hoge kortingen omdat er operationele tekortkomingen waren.⁹⁰

180. In de notulen van de RvB vergadering van 25 juni 2008, waarbij ook Van den Berg aanwezig was, is te lezen dat besloten wordt om de stekker uit Online Trader te trekken. Klaarblijkelijk zonder Van den Berg vooraf te informeren over de strekking van het advies van Van der Linden. Dit is een actie die haaks staat op het optimistische interview met Van den Berg in het blad EFFECT 12. Op dat moment is Den Drijver de enige bestuurder. Dit besluit om Online Trader in het derde kwartaal te sluiten wordt in het persbericht van 12 augustus 2008, waarin ook de halfjaarresultaten 2008 bekend worden gemaakt, vermeld:

"Termination Online Trader

Van der Moolen has decided to terminate Online Trader due to its underperformance. The office of the Online Trader business in Paris is expected to be closed before ultimo 2008. Approximately 35 FTE are affected by this reorganization. For the second half year of 2008, the net impact of losses after tax due to reorganization expenses, impairment of software and other assets is estimated at approximately EUR 4.5 million and the cost savings are expected at EUR 4.5 million in 2009. The termination of Online Trader causes no additional impairment on the goodwill related to our European brokerage business."

181. Uiteindelijk heeft de sluiting (inclusief operationele verliezen) van Online Trader circa EUR 13,5 miljoen gekost⁹¹: EUR 2 miljoen voor de afboeking van het restant goodwill, EUR 1,5 miljoen impairment voor de lening Avalon, EUR 3,5 miljoen voor de afboeking van geactiveerde software en het saldo voor ontslagvergoeding. Het restant van EUR 6,5 miljoen betrof operationele verliezen en overige afwikkelingskosten in 2008.⁹²
182. Ook de lancering van VDM Global Markets, als een joint venture met Sycap (met John Rowe als mede aandeelhouder in Sycap) in Engeland, wordt in het persbericht van 12 augustus 2008 aangekondigd:

"In the third quarter 2008, Van der Moolen launched its retail brokerage activities under the name 'VSM Global Markets' in the United Kingdom. VDM Global Markets offers Contracts for Difference ('CFD's') via its website www.vdmgm.com. In contrast with trading on the exchange, trading in CFD's does not take into account commissions nor exchange fees. The roll out of VDM Global Markets in other countries is expected to be started in 2009. VDM Global Markets is a fifty-fifty joint venture of Van der Moolen and SYCAP. In the United Kingdom, VDM Global Markets does not require a banking license and offers Van der Moolen an alternative entry into the retail market and 'business-to-business' market. VDM Global Markets is expected to be profitable in 2009."

⁸⁹ Gespreksverslag Van der Linden, p. 12.

⁹⁰ Gespreksverslag Van der Linden, p. 14, 20, 22..

⁹¹ Jaarverslag 2008 (Engels) p. 32.

⁹² Gespreksverslag Van der Linden, p. 20.

183. Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen dat er onderzoek is gedaan naar, laat staan contacten zijn geweest met de toezichthoudende autoriteiten, op basis waarvan deze voorgenomen uitrol naar andere landen aannemelijk kon worden geacht.

Samenvatting

184. De vraag kan worden gesteld welke markt er anno 2005 voor Online Trader over was. Een "first mover" was het zeker niet. De beoogde doelgroep van Online Trader (daghandelaren/vaak voormalige beurshandelaren, (semi) professionals (waaronder ook institutionele beleggers en hedge funds)) behoorden immers ook tot de doelgroep van andere partijen. Veel van deze potentiële klanten bleven hun zaken regelen met grote commissionairs omdat deze, via hun proprietary trading capaciteit, in staat waren grote orders te verwerken onder strikte anonimiteit. Dergelijke orders worden ook buiten de beurzen om verhandeld.
185. Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen dat Curvalue in 2005 een marktonderzoek had verricht, een doorwrochte strategie had uitgestippeld of een professioneel businessplan had ontwikkeld voor Online Trader. Na de overname wordt echter de internet- strategie voor professionele partijen nadrukkelijk gepresenteerd als één van de speerpunten van VDM's strategie. De problemen met het beschikbare platform worden laat onderkend en niet a tempo aangepakt. Als blijkt dat de softwareleverancier failliet zal gaan, worden, althans in theorie, maatregelen getroffen om de gebrekkige IT aan te pakken. Hiervoor blijkt VDM echter niet over een adequate organisatie te beschikken: de functie van hoofd IT (in Amsterdam) blijft lang vacant en het ontbreekt aan een duidelijk plan van aanpak en een adequaat budget. De doorstart van Online Trader in 2007 met het deels verbeterde platform blijkt geen succes en resulteert niet in meer klanten.
186. De problemen als gevolg van de uitbesteding van essentiële onderdelen van de dienstverlening voor klanten aan KBC, die ook de clearing verzorgd, worden niet opgelost. Over een bankstatus om dit aan te pakken wordt wel gesproken maar het initiatief wordt snel weer afgeblazen. De online strategie wordt echter onverkort gehandhaafd en naar buiten gecommuniceerd. Duidelijk wordt dat het aantal klanten en de omzet substantieel moeten toenemen om uit de verliezen te komen. Om de tekortkomingen in het platform te adresseren en de organisatie te versterken moet veel werk verzet worden en geïnvesteerd worden terwijl de markt reeds verdeeld lijkt te zijn. Niet de strategie wordt aan de orde gesteld maar besloten wordt het ambitieniveau te verhogen door het besluit (ook) de retail markt op te gaan. Dit besluit wordt naar de markt gebracht zonder dat er een gedegen plan aan ten grondslag ligt.
187. Het bevreemdt onderzoekers dat de RvC met de communicatie over deze strategie heeft ingestemd. Ook onduidelijk blijft hoe de samenwerking met Avalon de doelstellingen van Online Trader dichterbij had kunnen brengen. Bovendien was er geen enkele basis om te verwachten dat Avalon een bijdrage zou kunnen leveren om de technische problemen met betrekking tot het platform op te lossen. Ook kon geen bijdrage worden verwacht op basis van ervaring bij het opbouwen van een op de retail strategie afgestemde organisatie. De marketing effectiever maken door middel van shops in de winkels van Avalons dochterbedrijf Music Store en de beoogde uitrol van interactieve televisie ontbeert volgens onderzoekers realiteitszin.
188. Van den Berg heeft, als bestuurder van de onder toezicht staande vennootschap waarin Online Trader werd uitgebouwd, de ontwikkeling van Online Trader vanaf het begin in zijn portefeuille gehad. Geconstateerd kan worden dat hij niet in staat is gebleken het project tot een succes te maken en dat de beslissing ermee te stoppen vóór maar niet door hem is genomen.
189. Het besluit in augustus 2008 om de stekker uit Online Trader te trekken is volgens onderzoekers op zichzelf verstandig geweest, maar veel te laat genomen.

2.4 Avalon en aanverwante zaken

(a) Achtergrond Avalon en DIMP

190. In december 2007 ging Wolfswinkel praten met Avalon. Op dat moment bestond de vennootschap Avalon ruim een halfjaar. Avalon was opgericht door Maring en Nijssen als een op de entertainment markt gerichte onderneming. Volgens een door deze heren opgemaakt business plan van november 2007⁹³ (**Avalon Business Plan**) was Maring "Chairman" van de raad van bestuur, Nijssen CEO en President en waren er nog vacatures voor de functies van COO en CFO. In een interview in het blad Entertainment Business van augustus 2008 met Nijssen en René Delwel, wordt vermeld dat het bestuur bestaat uit Maring, Nijssen (verantwoordelijk voor XITE) en Delwel (verantwoordelijk voor Music Store en Avalon Services).⁹⁴ Datzelfde Avalon Business Plan toont een raad van commissarissen met Kroon en nog een 2e en 3e persoon als commissaris te benoemen. Naast Maring en Nijssen (via Wentworth Capital B.V.), worden de "DiMP aandeelhouders" en "Pre-IPO Investors" in het Business Plan als aandeelhouder van Avalon genoemd.
191. Het in november 2007 geschreven Avalon Business Plan is veelal in de toekomstige tijd geschreven en er is te lezen dat nog veel gerealiseerd dient te worden. XITE wordt beschreven als een *"new start-up activity that completely focuses on the distribution of music, video and gaming entertainment through digital TV, internet and mobile"*. In het genoemde interview uit augustus 2008 omschrijft Delwel XITE als *"een interactieve clip zender"* die draait via kabelnetten en het mobiele netwerk.
192. Music Store is een keten van 133 (eigen en franchise) winkels die in Nederland cd's, dvd's en games aanbiedt. Op 5 september 2006 was een geheimhoudingsovereenkomst getekend tussen R. Guurink Holding B.V., de houdstermaatschappij van de "eigenaar" van Music Store, de heer R. Guurink, en Concordia Capital B.V. (een vennootschap van Maring⁹⁵) over uitwisseling van gegevens in verband met een beoogde overname door Concordia Capital B.V. van Music Store. Op 6 maart 2007 tekenden dezelfde partijen een intentieverklaring voor de verkoop en koop van de Music Store Groep voor een prijs van EUR 4,5 miljoen per 1 januari 2007 (i.e. met terugwerkende kracht).
193. Een in oktober 2007 getekend addendum bij deze intentieverklaring, die haar bindende kracht had verloren toen Concordia Capital B.V. als koper niet binnen de daartoe in de intentieverklaring genoemde termijn kon aantonen dat een reputabele bank tenminste 50% van de koopsom zou financieren, is te lezen dat de verklaring die bindende kracht zal herkrijgen *"indien uiterlijk 28 december 2007 blijkt op grond van schriftelijke onherroepelijke toezeggingen van voldoende vermogende investeerders, dat binnen AMG een bedrag van EUR 3,7 miljoen beschikbaar zal zijn voor de betaling van het contante deel van de aan verkoper te betalen koopsom"*⁹⁶. De overige EUR 800.000 zou in de vorm van een converteerbare lening aan verkoper verschuldigd blijven zo is in de intentieverklaring te lezen.
194. In het Avalon Business Plan wordt er al van uitgegaan dat de overname van Music Store heeft plaatsgevonden al blijkt uit het eveneens in november 2007 gedateerde business plan (van de hand van Maring en Nijssen) (**Music Store Business Plan**) m.b.t. *"Acquisitie van Music Store door Avalon Media Group"* dat voor de overname nog *"Pre-IPO Funding"* nodig is. Dat is een verwijzing naar de in het Avalon Business Plan genoemde financiering van Avalon door investeerders die middels een *"IPO on the London AIM.. projected for 2009"*⁹⁷ een exit mogelijkheid geboden zou worden. De daadwerkelijke overname van Music Store die, zo concluderen onderzoekers, pas

⁹³ Avalon Business Plan, 2007.

⁹⁴ Entertainment Business augustus 2008, p. 34 e.v.

⁹⁵ Dit vermoeden onderzoekers op basis van door hen geraadpleegde uittreksels Handelsregister; zij hebben geen sluitend onderzoek gedaan en ook niet gesproken met Maring.

⁹⁶ Artikel 1 Addendum bij intentieverklaring van 6 maart 2007

⁹⁷ Avalon Business Plan, p. 8-17

mogelijk werd na de leningen door VDM (zie hierna) heeft, zoals ook uit het genoemde interview blijkt, plaatsgevonden in juli 2008. Onderzoekers hebben geen stukken gezien of opgevraagd met betrekking tot de daadwerkelijke overname. Maring heeft in een e-mail van 14 juli 2009 aan Moos bevestigd dat Music Store "€4.25 miljoen in cash heeft gekost en 7.5% van de aandelen van Avalon Media Group". In het Music Store Business Plan werden prognoses gebaseerd op ondermeer de uitbouw van het aantal winkels naar "200 vestigingen in 2010".

195. De derde poot waar Avalon op draait⁹⁸, naast XITE en Music Store, is volgens het Avalon Business Plan de Avalon Services Group, "een group of b-to-b servicing companies that deliver services to Music Store and XITE and, if not conflicting with AMG, to other clients". In deze divisie is het met name DIMP (Digital Media Power) dat genoemd wordt in het Avalon Business Plan en het augustus 2008 interview: "Digital Media Power (DIMP), dat een download platform heeft en via internet achtergrondmuziek verzorgt in winkels. Die activiteit biedt al gelijk cross-overmogelijkheden met XITE. Bij Services hoort ook Rebel, dat wij fifty-fifty met United Broadcast Facilities hebben opgezet. Rebel bouwt de interactieve achterkant voor XITE en kan dat ook voor derden doen."
196. Gezien de vragen die de OK stelt over de bemoeienis van Kroon gaan onderzoekers eerst dieper in op DIMP. Over DIMP (en de overname ervan door Avalon) staat in het Avalon Business Plan het volgende:

"5.1 DIMP, Digital Media Power

This Company started in 1997 as one of the first suppliers of digital music content over the internet. Just like many other startups in that period, DIMP expected that downloading music through the internet would fundamentally change the music sector on a short notice. It turned out being an evolution rather than the expected revolution.

Because DIMP had sufficient funding and trust from her shareholders it managed to build a stable and extended technology platform for digital distribution of music and video. In addition, DIMP has partnerships with all majors and is capable to offer a broad digital portfolio of music.

Due to the still relatively small market of music downloading and the rapidly emerging streaming music services, DIMP decided to change its course and seized to actively offer download products directly to consumers. Since then DIMP has developed itself in a company that offers white-labeled technology and content to others. In addition, it has developed a product for retail, whereby individual stores can connect to a streaming music service over ADSL for background music. At this moment DIMP is supplying 800 retail outlets with music. With the recent new customers like C&A, Maxeda and Mexx this number will grow to 3000 stores.

DIMP is an important element in the business plan of AMG. With DIMP's technology, experience and product knowledge AMG will be able to immediately and efficiently introduce the following services:

- Music Store's 'Burn-to-Go', onsite and real-time production of CD and DVD;*
- XITE Online, streaming and download services in the field of music and video;*
- XITE Mobile, accessing the entertainment database by the XITE Mobile user.*

⁹⁸

Avalon Business Plan, p. 8-17

In early 2008, DIMP will move to a new AMG office. For further information go to www.djpower.nl"

De uiteindelijke overname van DIMP door Avalon (waarover hieronder meer) vond volgens het interview met Nijssen c.s. plaats in "Q2 2008" maar volgens een ABMD website bericht van 20 juni 2009 is DIMP pas sinds juli 2009 "*in handen van Avalon Media Group*"⁹⁹. Uit de handelsregister historie blijkt dat DIMP vanaf 31 maart 2009 eigendom van Avalon is. Dat maakt de uitlatingen over DIMP in het Business Plan van november 2007 nogal prematuur.

197. DIMP is opgericht als een vof op 25 maart 1999 met als vennoten onder meer Maukro B.V., Floedel B.V. en Belle Rive Beheer B.V., alle drie gevestigd aan de Baambrugse Zuwe 166 in Vinkeveen, het adres waar Kroon woonde voordat hij naar Monaco verhuisde, nu op naam van zijn zonen. Naar Kroon tegenover onderzoekers heeft bevestigd¹⁰⁰ zijn Maukro en Roadstar de persoonlijke houdsters van zijn zoon Maurice, Floedel die van zijn zoon Gaby, en de Ronde Venen die van Maurice en Gaby te samen. Volgens Kroon waren de andere investeerders in DIMP Parcom, de heer Bij de Vaate en een groepje beleggers rond de heer Lelieveld. De vof werd op 25 maart 2002 een B.V. genaamd Digital Media Power EU B.V. Uit de KvK geschiedenis blijkt dat in de onderzoeksperiode Gaby Kroon (tot 1 april 2009) en Clyde Tdlohreg (tot 24 december 2008) bestuurders waren en Kroon, de heer Rob Ouwerkerk en de heer Jan bij de Vaate van 12 juli 2006 tot 31 maart 2009 commissaris.
198. De reden dat er in het Avalon Business Plan vanuit gegaan wordt dat DIMP de derde poot van Avalon vormt, is gelegen in een letter of intent tussen Avalon en DIMP van 25 oktober 2007 waarin wordt afgesproken dat Avalon alle aandelen van DIMP over zal nemen tegen "*overdracht van 25 % van de aandelen AMG*" (artikel 5), op basis van een aantal aannames, waaronder:

"DIMP wordt bij de transactie geleverd met een eigen vermogen van niet minder dan €360.000,00 negatief, na afboeking van de goodwill..."; en

"De huidige aandeelhouders [van DIMP, onderzoekers] zorgen dat er op de transactiedatum een bedrag van €1.000.000,00 aan werkkapitaal beschikbaar is in de vorm van een bankfaciliteit of bankgarantie"

en

"Hans Kroon wordt aangesteld als één van de non-Executive Board members van AMG".

199. Over hoe VDM in contact komt met Avalon en DIMP zegt Wolfswinkel dat hij in november/december 2007 met Den Drijver bij Kroon thuis in Vinkeveen was en dat Kroon toen vroeg of Avalon niet iets voor VDM was. Hij gaf Wolfswinkel een "*high level business plan*". Wolfswinkel werd verteld dat Avalon een "*bedrijf in wording*" was en dat DIMP, "*het bedrijf van één van de zonen van de heer Kroon, ... niet goed ging, en dat is verkocht aan Avalon, vermoedelijk via een aandelenruil.*" Wolfswinkel was aangesproken door "*het feit dat deze partij beschikking had over technologie. Het kon een schakel zijn, had distributiecapaciteit richting de consumenten markt waar VDM op in wilde zetten.*"¹⁰¹
200. Volgens Kroon waren Den Drijver en Wolfswinkel bij hem thuis en werd er gepraat over wat Kroon verder nog deed. Daarop kwam het gesprek op het bedrijf van zijn zoon en werd het strategisch plan overlegd. Volgens Van der Linden zei Kroon tegen hem dat hij het bedrijf kende¹⁰² en dat hij

⁹⁹ Bericht www.abmd.nl van 20/06/2009 over vertrek Clyde Tdlohreg als directeur van DIMP.

¹⁰⁰ Gespreksverslag Kroon, p. 19.

¹⁰¹ Gespreksverslag Wolfswinkel, p. 4.

¹⁰² Gespreksverslag Van der Linden, p. 3.

"Richard en Michiel Wolfswinkel er erg enthousiast voor had gemaakt." Dit strookt met wat Den Drijver op 16 juli 2009 aan de AFM verklaart:

"Michiel en ik zijn bij Kroon thuis geweest. Middenin de uitrol van online trader. Avalon had wat distributie netwerk met UPC waar we gebruik van konden maken en een goede commerciële insteek en ze hadden 450 000 kaarthouders. De doelgroep was interessant, kapitaalkrachtig. Handelen via de telefoon, financiële informatieverstrekking via UPC Tv en een aanbieding van retailservices van Musicstores. Er is een plan in nauwe samenwerking geschreven. De Businessplan lag bij Kroon thuis en Wolfswinkel heeft de rest uitgewerkt. Wolfswinkel had financiën en leningen in zijn portefeuille."

Ook Van der Merwe zei dat Wolfswinkel hem had gezegd dat Kroon de driver was "voor de betrokkenheid van VDM bij Avalon"¹⁰³

(b) Leningen VDM aan Avalon

201. Een eerste gesprek vindt plaats tussen Wolfswinkel en Nijssen en Maring op 20 december 2007. Wolfswinkel krijgt de eerder genoemde Avalon en Music Store Business Plannen toegezonden met nog wat andere stukken. Nijssen meldt Wolfswinkel op 20 december 2007: *"Zoals besproken probeer je voor het komende weekend (en jouw aanstaande vakantie) de investering in Avalon met Richard te bespreken. Indien dit positief uitpakt zal ik je willen vragen of het mogelijk is een e-mail op te stellen waaruit blijkt dat deze interesse er is."*

Handgeschreven aantekeningen (vermoedelijk van Wolfswinkel) op een kopie van deze e-mail vermelden:

"Convertible Loan:

- *Due diligence*
- *keuze VDM*

Of

ontbinding/terugbetaling als nadere samenwerking niet in."

202. Bij het gesprek op 20 december 2007 wordt voor het eerst gesproken over het idee van TRADEX, *"dat een nieuw interactief en laagdrempelig platform van beleggen in (internationale) effecten"* zou moeten worden. Avalon zou zijn (kennis over) distributiekkanalen en distributietechnologie inbrengen, VDM zijn naam, klanten en (Online Trader) handelsplatform alsmede *"vergunningen AFM en Nederlandsche Bank"*.

Als vervolgstappen werden in de presentatie onder meer genoemd:

- *NDA [non-disclosure agreement, onderzoekers]*
- *afronding deelneming VDM in Avalon closing januari¹⁰⁴*

203. In hun *"draft preliminary report of factual findings concerning agreed upon procedures related to the interim Financial information as of June 30, 2009"*, verzonden bij brief van 6 augustus 2009 vermeldt E&Y dat zij kennis heeft genomen van door Wolfswinkel gemaakte notulen van de 20 december vergadering, waarin staat de *"strategic fit between the Company [VDM, onderzoekers] and a proposed investment/participation interest by the Company in AMG by means of a convertible loan for the amount of €2 million"*. Onderzoekers hebben die notulen zelf niet gezien.

¹⁰³ AFM memo inzake dossier VDM, 16 juli 2009

¹⁰⁴ Een ongedateerde presentatie van de samenwerking tussen VDM en Avalon, zeer waarschijnlijk door Avalon gemaakt.

204. Op 17 januari 2008 wordt er tussen VDM (Den Drijver en Wolfswinkel) en Avalon (Maring en Nijssen) een confidentiality agreement getekend van 4 pagina's en op 29 januari 2008 wordt er tussen dezelfde partijen (al tekent nu alleen Wolfswinkel voor VDM) een convertible loan agreement getekend waarbij VDM aan Avalon een *"subordinated convertible loan note ("loan") of €3.000.000,00 as part of the Pre-IPO Funding of AMG"* verstrekt. Deze overeenkomst telt slechts 3 pagina's. Daarin wordt vastgelegd dat AMG *"een online stock- and options trading concept known als "Tradex" heeft ontwikkeld"*. Onderzoekers constateren dat er in geen van de Business plannen van Avalon/Music Store over Tradex is gesproken. Op basis van de stukken die zij hebben gezien krijgen onderzoekers de indruk dat Tradex ter plekke als concept is ontstaan om VDM in de distributie kant van Avalon geïnteresseerd te krijgen en zo tot de voor de acquisitie van Music Store benodigde funding gecommitteerd te krijgen. Onderzoekers verwijzen naar de hierboven genoemde verplichting uit oktober 2007 van Avalon aan de eigenaren van Music Store om vóór 28 december 2007 een toezegging van investeerders te produceren zodat binnen Avalon EUR 3.7 miljoen aanwezig zal zijn voor de overname van Music Store. Het Music Store Business Plan rept in dezelfde termen van de noodzaak van *"Pre-IPO Funding"* (zie nr. 194 e.v. van dit verslag).
205. De convertible loan agreement bevat de afspraak dat *"parties have agreed to create Tradex Holding B.V. (Tradex) which will be founded by VDM. Directly after founding Tradex, 10% of the shares will be transferred to AMG at nominal value."* De lening heeft een coupon van *"10% per 12 months payable at maturity"* en kan naar keuze van VDM geconverteerd worden in 10% van de aandelen van Avalon. VDM krijgt ook de mogelijkheid de lening (met coupon) terugbetaald te krijgen als Tradex niet binnen 12 maanden is gestart. Op 6 februari 2008 meldt de notaris van Avalon, Schaap & Partners, aan Den Drijver en Wolfswinkel dat EUR 3 miljoen ten behoeve van Avalon is ontvangen *"ten behoeve van de verwerving door Avalon Media Group B.V. van de Music Store"*.¹⁰⁵
206. Gezien de opmaak van de 2 stukken lijkt het onderzoekers zeer aannemelijk dat Seinstra zoals ze tegen onderzoekers heeft verklaard, een standaard geheimhoudingsverklaring moest aanleveren maar niet bij de vervaardiging van de 2 stukken betrokken was. Ze wist van de eerste lening maar heeft het eerste contract pas gezien toen het al getekend was en was daar dus niet bij betrokken. Seinstra heeft het contract voor het laatste deel van de lening (zie hierna onder nr. 218) wel opgesteld en toen geprobeerd *"een en ander te repareren. Zo was in het eerste contract geen zekerheid verstrekt of rente opgenomen ... Met behulp van de Rotterdamse notaris van Avalon werd er later pandrecht op de aandelen Avalon gevestigd."*¹⁰⁶ Seinstra zei onderzoekers ook dat Wolfswinkel en Den Drijver niet wilden dat er in de jaarrekening (2007) iets over de lening werd opgenomen.
207. In de notulen van de RvB vergadering van 30 januari 2008 is te lezen dat *"In project Box the EB [executive board, onderzoekers] signed a convertible loan agreement on January 29, 2008."* In de notulen van de RvC van de 2008 vergaderingen is over deze of de opvolgende tranches van de lening niets te vinden behalve de aantekening in de notulen van de vergadering van 13 juni 2008:

"Mr. Den Drijver mentioned the start of a cooperation, through the provision of a loan, with Avalon Media Group BV ("AMG"), a company that could provide VDM with a distribution network through TV connections and retail stores."

Volgens de Marez Oyens is de eerste tranche van EUR 3 miljoen langs de RvC gegaan (waar op dat moment ook Arentsen en Van den Broek nog in zaten, die tegen onderzoekers zeiden niet geweten te hebben van de leningsovereenkomst, noch van de betalingen van de tranches in het voorjaar).¹⁰⁷ Over de tranche van EUR 750.000 (zie hierna, nr. 220) hoorde de Marez Oyens naar zijn zeggen voor het eerst in het exit gesprek met Wolfswinkel.

¹⁰⁵ Brief van notaris Marianne van der Laak aan VDM van 6 februari 2008.

¹⁰⁶ Gespreksverslag Seinstra, p. 3.

¹⁰⁷ Gespreksverslag De Marez Oyens, p. 6.

208. Volgens de toen geldende statuten hoefde de RvB formeel toestemming van de RvC indien het bedrag van de lening een tiende van het geplaatste kapitaal te boven zou gaan (artikel 18 lid 3 sub f). Volgens het jaarverslag 2007 bedroeg het geplaatste kapitaal van VDM ultimo 2007 EUR 3,9 miljoen en dus zou de lening wel langs de RvC hebben moeten gaan. Het reglement van de RvB vermeldt niet welke investeringen dienen te worden voorgelegd aan de RvC, maar Onderzoekers constateren wel uit de notulen van de RvC dat investeringen van EUR 1 miljoen of meer meestal wel in de RvC besproken werden. Des te opvallender is het dat deze lening wel in de notulen van de RvB maar niet in die van de RvC staat vermeld.
209. Volgens het chronologisch verslag van E&Y in hun in nr. 203 genoemde rapport m.b.t. het onderzoek naar de Q2 cijfers van VDM waren er in februari en maart 2008 verdere gesprekken tussen Avalon en VDM.

"In February, 2008 a meeting took place between amongst others AMG (Mr. Maring, Mr. Nijssen), DIMP (Mr. G. Kroon, Mr. Thloreg), VDM (Mr. Den Drijver, Mr. Wolfswinkel) and Mr. Kroon. In this meeting the overall objectives of Tradex, the division of tasks between VDM and AMG, technical issues and the composition of the project team were discussed.

In March, 2008 further negotiations took place between VDM (Mr. Den Drijver and Mr. Wolfswinkel) and AMG (Mr. Maring and Mr. Nijssen) regarding the stake of VDM in AMG. Based on the minutes of this meeting, VDM offered to fulfil in the Pre-IPO funding needs of AMG of € 6 million in order to shorten the funding period. VDM offered an expansion of the convertible loan. Concerning to AMG this additional loan was needed for the remaining amount of € 0.75 million for the purchase of The Music Store Group and an additional contribution to the working capital of DIMP for the amount between € 0.75 million to € 1 million. The total € 6 million investment by VDM represents a 20% conversion stake in AMG and a seat in the Supervisory Board of AMG."

210. De notulen waaraan E&Y refereert hebben onderzoekers zelf niet gezien. Wel lezen zij in de notulen van de RvB vergadering van 26 maart 2008 onder punt 10 over de betrokkenheid van de heer Kroon en onder punt 12 de stand van zaken m.b.t. een additionele lening:

"10. Bank Traject update/Broker

Mr. Wolfswinkel said that, together with Mr. Van der Merwe who is closely involved in the banking traject, he is drafting a business plan. Mr. Van Riemsdijk of IT will be closely involved in the banking traject. Mr. Den Drijver said that three courses have to be taken: OLT, banking and Avalon. Mr. Den Drijver said that he wishes to be involved in all three issues and that these issues need to be developed in parallel. Mr. H. Kroon is closely involved in the cooperation with Avalon.

Mr. Den Drijver said OLT should further develop as soon as possible. More clients have to be attracted. Not only the possibility to acquire a Dutch Central Bank license needs to be investigated; an extended Bank de France license remains a possibility too.

Mr. Wolfswinkel will again speak with a candidate for the position of director of the banking division. Mr. Den Drijver is aware of a possible candidate too and will meet all proposed candidates.

12. Avalon

Mr. Wolfswinkel said that representatives of Avalon informed him that Avalon needed to finance EUR 750.000,-- but did not succeed in doing so. Avalon now requests VDMH to

fund this amount. The EB agreed to finance Avalon for a further amount of EUR 750.000,-- provided that VDMH receives the right to obtain 25% of the ordinary shares."¹⁰⁸

Onderzoekers constateren dat hier slechts over een additioneel bedrag van EUR 750.000,-- gesproken wordt en niet een bedrag van EUR 3 miljoen en dat VDM daarmee 25% en niet 20% van de Avalon aandelen zou kunnen krijgen. Op de bankvergunning van DNB komen onderzoekers later terug.

211. Dit wordt duidelijk uit een kort verslag dat Marja Nieuwpoort maakte van een gesprek op 14 april 2008 tussen Den Drijver, Wolfswinkel en Kroon ter voorbereiding van het gesprek met Avalon. Omdat onderzoekers dit verslag tekenend vinden voor (i) het strategisch beleid van de RvB op dat moment, (ii) de rol van Kroon binnen VDM, (iii) het denken met betrekking tot Avalon en Tradex en (iv) het verband tussen Kroon en DIMP, hechten de onderzoekers het hele verslag als **Bijlage 10** aan dit verslag.
212. Even relevant en daarom eveneens aan dit verslag gehecht als Bijlage 10 is het verslag dat Marja van Nieuwpoort maakte van het gesprek tussen VDM en Avalon op dezelfde dag. Uit dit verslag komt naar voren:
- dat de door VDM toegezegde EUR 3 miljoen en EUR 750.000 voor de aankoop van Music Store waren;
 - dat voor het totaal van EUR 6 miljoen VDM 25% van Avalon zou krijgen, maar dat op dit moment slechts EUR 3 miljoen en EUR 750.000 door VDM wordt verstrekt;
 - dat er verschil van mening is binnen partijen of de "*headroom 1:1*" als investering in Tradex gebruikt zal worden, waaruit blijkt dat er nog met Tradex begonnen moest worden. Zoals blijkt uit een e-mail van Maring aan Den Drijver van 9 april 2008 ging Maring er van uit "*dat VDM de gehele funding van de Tradex activiteit separaat fund*". En uit een eerdere e-mail van Maring van 5 april 2008 wordt duidelijk dat hij Tradex ziet als "*de nieuwe online trading activiteiten van VDM gericht op de consumenten*" en dat "*Tradex biedt de consument de mogelijkheid om aandelen te verhandelen en opties te verkrijgen tegen lage transactiekosten. Hiermee wordt rechtstreeks de strijd aangegaan met Binck en Alex...*". Hij beschrijft hoe AMG Tradex een pakket diensten zal kunnen gaan aanbieden zodat Tradex gelanceerd kan worden "*via de kanalen digitale TV, internet, mobiel en retail. Daarnaast biedt AMG marketing- en reclame mogelijkheden via XITE en Music Store*". Het feit dat alles nog moet worden opgebouwd blijkt wel uit de volgende alinea uit deze e-mail:

"De verschijningsvorm(en) van Tradex, de diensten, de combinatie met de bankactiviteiten, de kanalen die worden ingezet, de kosten die gemoeid zijn met het bouwen van de kanalen en de marketing om klanten te trekken, moet de komende maand worden vastgesteld. Daarna kunnen de maanden mei-oktober worden gebruikt voor de bouw en voorbereidingen om vervolgens in november te kunnen gaan testen."

Ook Wolfswinkel zei onderzoekers dat de naam Tradex gezamenlijk is bedacht en dat "*ze nog moesten nadenken over de constructie en uitrol van Tradex*".¹⁰⁹

- dat de door Avalon voor Tradex in de arm genomen consultant Giesbers wordt doorbelast aan VDM en dat daarbij ook uren van Maring en Nijssen worden gefactureerd.¹¹⁰

¹⁰⁸ Notulen van de RvB vergadering van 26 maart 2008.

¹⁰⁹ Gespreksverslag Wolfswinkel, p. 5.

¹¹⁰ Zie echter ook p. 2 van het tweede gespreksverslag in Bijlage 10.

Nog dezelfde avond van 14 april 2008 stuurt Wolfswinkel een e-mail aan Maring waarin hij namens VDM bevestigt *"dat Van der Moolen de funding van AMG met EUR 750.000 zal uitbreiden – de documentatie hiervoor zal op korte termijn worden afgewikkeld"*.

213. Op 22 april 2008 wordt er op briefpapier van de Avalon een leningsovereenkomst van 2 pagina's getekend waarin VDM een *"subordinated loan of EUR 750.000,--"* verstrekt met een optie voor 15 juni 2008 de twee bestaande leningsovereenkomsten te converteren *"into a new Pre-IPO Convertible Loan Agreement with a total up to EUR 6,0 million. In this case VDM will have a share of 25% in Total in AMG; 20% as part of the Pre-IPO investment and 5% as a swap for 10% of the shares in Tradex Holding B.V."* Indien de leningen niet uitgebreid zouden worden zou VDM om terugbetaling van de EUR 750.000 kunnen vragen. Het doel van de lening: *"This additional loan will secure the completion of the Music Store transaction, as stipulated in the AMG Business Plan."* Volgens Wolfswinkel trok Den Drijver de documentatie naar zich toe. De notaris van Avalon bevestigt per brief van 16 mei 2008 het bedrag van EUR 750.000 op 28 april 2008 ontvangen te hebben *"ten behoeve van de verwerving door Avalon Media Group B.V. van de Music Store"*.
214. Om de chronologie in dit dossier aan te houden zij vermeld dat in de notulen van de RvB vergadering van 19 mei 2008 is te lezen:

"The EB said that Mr. Frank van der Linden, former CFO of Van der Moolen Holding ("VDMH"), will join VDM as a consultant reporting to the EB. Mr. Van der Linden will set up a treasury function, and will report on the financial and organization structure of On Line Trader ("OLT") and VDMFS SAS. Mr. Van der Linden will be providing assistance to Mr. Marco van den Berg and will thus diminish the latter's workload."

*Mr. Mark Giesbers, a consultant, with a relation with Avalon, may join too and will work together with Mr. Van der Linden en Mr. Len Steffen to further develop the business of OLT. VDM is looking for a manager to lead the commercial development of OLT. Mr. Steffen's tasks are not clear at the moment and he may have to reduce his availability to a day or half a day weekly. If the bank project develops, Mr. Steffen will be needed full time again."*¹¹¹

Van der Linden had van 1994 tot 2001 bij VDM gewerkt en was, naar eigen zeggen, weggegaan uit onvrede met de koers die door Böttcher werd gevolgd. In 2008 werd hij gebeld door Kroon met het verzoek of hij wilde terugkomen om te helpen een aantal zaken die naar Kroons beleving niet goed liepen weer op de rails te zetten. Hij kwam als consultant, met name ook om naar Online Trader te kijken, maar trad na een aantal maanden in dienst als Director Operations om Online Trader te beëindigen.¹¹² De beslissing om Online Trader te sluiten had een direct effect op Tradex, want het was het platform dat Tradex binnen VDM moest gebruiken. Zoals Kroon onderzoekers meedeelde werd Tradex na de beslissing om met Online Trader te stoppen *"stilgelegd"*.

215. Mark Giesbers, waarnaar in voornoemde notulen verwezen wordt was een consultant van Avalon, die belast werd met het adviseren ter zake van Tradex – dit op kosten van VDM.¹¹³ Giesbers e-mailt op 21 april 2008 aan Maring:

"Goed elkaar weer eens even te spreken en met jullie en Hans [Kroon, onderzoekers] de zaken in gang te zetten vandaag."

Deliverable van het project is gewijzigd in een summary business plan voor Tradex.

Maandag 12 mei a.s. vindt eindpresentatie plaats (Schiphol?) van het plan."

¹¹¹ Notulen van de RvB vergadering van 19 mei 2008.

¹¹² Gespreksverslag Van der Linden, p. 20 t/m 26.

¹¹³ Gespreksverslag Kroon, p. 24, 25.

216. Van der Linden heeft onderzoekers gezegd dat zijn eerste dag als consultant bij VDM 13 mei was op Schiphol "waar een grote meeting over brokerage" was. "Daar zat John Rowe namens VDM Global Markets, daar zat Marco van den Berg namens Online Trader, er was een presentatie van Mark Giesbers... die hield een presentatie over de mogelijkheden van Tradex ... zeg maar de voorgenomen samenwerking met Avalon, waarbij dan gezegd werd van: nou VDM heeft dat platform, alleen niet de klanten ... Avalon, heeft winkels, heeft een televisiekanaal, heeft alles. En daar kunnen we meedoen. Ik heb die presentatie aangehoord en ik heb aan het einde van de dag tegen Richard [Den Drijver, onderzoekers] gezegd: "Ik vond het geen goede presentatie. Ik vind het veel te optimistisch, ik denk dat de markt allang verdeeld is."

"Uit de presentatie bleek ook, uit de berekeningen, van dat je dan eerst zware aanloopverliezen zou hebben, ik geloof een miljoen of 15 kwam uit de getallen. Ik zeg: nou, wil je dat doen? En dan weet je nog niet of je de concurrentie met Binck en Alex en noem maar op aankan en de grootbanken. En toen zei Richard al van: ja, die plannen moeten bij worden gesteld. En toen zei hij al zoiets van: nou ja, als jij dan met Online Trader aan de slag gaat, dan kunnen we die plannen in elkaar schuiven."¹¹⁴

Van der Linden laat zich naar onderzoekers cynisch uit over het idee dat VDM producten online in een winkel zouden worden verkocht. Hij verklaart echter dat anderen het wel zagen zitten: "Hans was heel erg enthousiast, die Mark Giesbers die ingehuurd was, die externe adviseur, was heel erg enthousiast, Richard was heel erg enthousiast en die Mark Maring en Derk [...] Nijssen".¹¹⁵

217. Op 5 juni 2008 wordt er, wederom op papier van Avalon en in dezelfde opzet als bij de vorige twee leningen, een convertible loan agreement van 5 pagina's getekend die de vorige twee overeenkomsten vervangt en in totaal EUR 6 miljoen bedraagt tegen 10% rente per jaar. De lening is converteerbaar bij een IPO van Avalon in 20% van de aandelen met een waarde van tenminste EUR 12 miljoen en, als er binnen 3 jaar geen IPO heeft plaatsgevonden, volgens een EBIT formule.

Het doel van de lening is

"AMG guarantees that the Principal will firstly be used to acquire the wholesale and retail activities of Music Store ... Further it will be used for the Tradex activities as specified below... ."

De leningsovereenkomst bevat bijna 2 pagina's met afspraken over hoe partijen Tradex zullen houden, financieren en welke services VDM en Avalon aan Tradex Holding B.V. zullen leveren. De overeenkomst geeft VDM het recht zich uit Tradex terug te trekken als "*the Tradex activities have not been started within twelve months after the date of signing of this agreement*" en legt Avalon de verplichting op de lening terug te betalen "*within a period of twelve months following the date VDM has given notice of said withdrawal.*"

218. Het is deze, in de ogen van onderzoekers nogal rudimentaire, door Avalon gemaakte overeenkomst die Seinstra vervolgens onder ogen kreeg en probeerde te professionaliseren.
219. Op 5 juni 2008 vindt er een door Marja Nieuwpoort verslagen bespreking plaats op Schiphol. Namens Avalon zijn aanwezig Maring, Nijssen en Delwel. Voor het eerste deel over funding zijn Den Drijver en Kroon aanwezig. Het verslag vermeldt:

"Overeenkomst/funding

– AMG bevestigt dat er dmv de funding ruimte komt om te investeren in Tradex.

¹¹⁴ Gespreksverslag Van der Linden, p. 30.

¹¹⁵ Gespreksverslag Van der Linden, p. 31.

- *T.b.v. de overeenkomst is er aan de zijde van VDM toestemming van de RvC; aan de zijde van AMG is er een shareholders agreement.*
- *Er is overeengekomen dat VDM na ondertekening 2 RvC-leden levert aan AMG, zijnde RdD als CEO en HK namens VDM c.q. DIMP. Daarnaast zullen nog 2 overige leden worden benoemd.*
- *RdD verlangt periodieke rapportage; volgens MM is deze reeds voorhanden. AMG publiceert kwartaalcijfers, als ware zij reeds beursgenoteerd. Note: de beursgang is gepland voor medio 2009."*

220. Dit is in een aantal opzichten opvallend. De notulen van de RvC, die normaliter toestemmingen als genoemd vermelden, reppen niet van de lening. Eén van de 2 commissarissen, de Marez Oyens, zei pas bij de exit gesprekken van Wolfswinkel in de zomer van 2008 (zie nrs. 365 e.v.) over de tweede en derde tranche van de lening gehoord te hebben. Daarop heeft de Marez Oyens Den Drijver aangesproken, die Kroon erbij haalde. De Marez Oyens heeft Kroon gevraagd of hij, direct en/of indirect, belangen had in Avalon en/of VDM. Het antwoord op beide vragen was: geen.¹¹⁶ In de reactie van Kroon op het concept verslag zegt de raadsman van Kroon dat de Marez Oyens slechts gevraagd heeft of Kroon belangen had in VDM.
221. De Marez Oyens heeft onderzoekers verklaard naar aanleiding van de eerste tranche van de lening dat hij in de RvC regelmatig om business plannen heeft gevraagd, maar deze nooit heeft gekregen. Hij heeft geen stukken gezien in de RvC met betrekking tot de tweede en derde tranches van de lening aan Avalon.
222. De onderzoekers hebben geen notulen van de Audit Committee vergaderingen in de periode van februari tot augustus 2008 ontvangen. Hoewel de lening een RvC aangelegenheid zou zijn is in deze periode de 2-ledige RvC identiek aan de 2-ledige Audit Committee. In de Audit Committee notulen van de vergadering van 11 november 2008, waarbij ook de Méris aanwezig was staat onder de discussie [Draft Press Release Q2]: "*Mrs. Botterweg [interim juriste, onderzoekers] wonders why the convertible loan (to Avalon) is mentioned on page 2. Mrs. Moos answers that this is a subsequent event after the Q2 reporting.*" Deze eerste vermelding van de lening in de notulen van de RvC/Audit Committee ondersteunt niet de in nr. 221 genoemde aantekening op 5 juni dat de RvC toestemming voor de lening heeft gegeven. Ook McNally, het andere lid van de RvC, heeft onderzoekers verteld voor het eerst over de lening gehoord te hebben rond de AvA in 2009.¹¹⁷
223. Ook is interessant te lezen dat de funding van EUR 6 miljoen ruimte geeft "*om te investeren in Tradex*". Zou dit betekenen dat VDM Avalon financiert en zo in staat stelt om haar deel van de financiering van Tradex te voldoen terwijl VDM verantwoordelijk blijft voor 90% van die financiering? Het lijkt een "double dip".
224. In antwoord op de vraag van Moos in juli 2009 naar de invulling van de commissariaten door Avalon antwoordt Maring de RvC "*bestaat op dit moment uit drie personen, de vierde plek wordt vooralsnog niet ingevuld:*
- A. *de heer Rob Ouwerkerk (directeur bij Parcom)*
 - B. *de heer Gerard Iwema (de tweede seat is niet ingevuld)*
 - C. *de heer Michael van Praag*¹¹⁸
225. Dit waren zeker niet Den Drijver en Kroon die volgens de op 5 juni 2008 vastgelegde afspraak in de RvC zouden komen. In dezelfde brief van 13 juli 2009 merkt Maring op.

¹¹⁶ Gespreksverslag De Marez Oyens, p. 6.

¹¹⁷ Gespreksverslag McNally, p. 4.

¹¹⁸ Brief AMG aan VDM t.a.v. Moos 13 juli 2009.

"Hans Kroon hebben wij leren kennen in zijn rol van Commissaris bij Digital Media Power, een onderneming die downloads en streams van muziek levert via een distributieplatform. Avalon heeft deze onderneming destijds benaderd omdat zij op zoek was naar een muziekdatabase en besturingssoftware en DIMP op dit gebied een unieke positie heeft opgebouwd. In de gesprekken over een samenwerking tussen Avalon en DIMP hebben wij Hans Kroon verteld over ons Tradex project, een online handelsplatform voor aandelen en opties. Vervolgens heeft Hans ons Tradex plan geïntroduceerd bij Michiel Wolfswinkel. Hans Kroon heeft geen rol gespeeld in de verdere contacten over Tradex tussen Avalon en Van der Moolen.

Inmiddels hadden wij ook overeenstemming bereikt met de directie en RvC van Digital Media Power over een aandelenruil. Hierbij hebben de aandeelhouders van DIMP hun DIMP-aandelen omgeruild voor Avalon Entertainment Group aandelen. De rol die Hans Kroon in deze transactie heeft gespeeld beperkt zich tot die van Commissaris van DIMP."

226. Ten slotte legt Maring in de brief van 13 juli 2009 uit dat de VDM lening van EUR 6.0 miljoen is besteed:

-	Overname som Music Store Group B.V.	EUR	4.250 mio
-	Transactiekosten	EUR	0.638 mio
-	Werkkapitaal AMG	EUR	1.112 mio ¹¹⁹

Op het gebruik van deze lening komen onderzoekers hierna terug.

Maring antwoordt dat het werkkapitaal is "aangewend voor onze nieuwe muziekdienst SAM". E&Y stelt vast in haar Q2 2009 onderzoek "According to the information memorandum of AMG of June 2009 the digital music activities of SAM will have a negative EBITDA of in total EUR 2.4 million in the year 2009 to 2010".

227. In het 2e deel van de bespreking op 5 juni 2008 schuift ook Marco van den Berg aan om over de voorgenomen samenwerking binnen Tradex te spreken. Te lezen valt dat van de kant van VDM "Van der Linden verantwoordelijk zal zijn voor de back office, mid office en clearing en Mark Giesbers zal worden verzocht zich beschikbaar te stellen voor de marketing-/sales kant van het produkt." Minder duidelijk is wie wat zal gaan doen namens Avalon.
228. Op 4 juni e-mailt Seinstra, die dan net het door Avalon aangeleverde leningsdocument gekregen heeft, aan Hans Kroon:

"Beste Hans,

Met een kopie aan Marja zend ik je een markup van het door Avalon aangeleverde document en een versie waarin alle wijzigingen zijn verwerkt. Ik voeg ook het door Avalon aangeleverde document bij.

Ik verzoek Marja om voor allen een markup mee te nemen en ook 2 schone exemplaren, voor het geval er wordt getekend.

Ik ben op kantoor en kan dus direct dingen wijzigen, zodat er alsnog getekend kan worden.

Het is misschien goed als ik eerst aangeef dat dit document nog steeds de schoonheidsprijs niet verdient. Het gaat om een leningsovereenkomst waarin een joint venture is verwerkt. Dat is een verkeerde combinatie. Beide situaties zouden in aparte documenten volledig

¹¹⁹ Brief AMG aan VDM t.a.v. Moos 13 juli 2009.

uitgespit moeten worden met een zorgvuldige neerlegging van de verplichtingen en een oplossing bij niet nakoming daarvan.

Het stuk zou ook zeker beter zijn geworden als ik er de redactie over zou hebben gevoerd en eerder van de feiten op de hoogte zou zijn gebracht. Nu is het haastwerk.

In het bijzonder wijs ik je op

Artikel 4: kijk goed of dit nu echt is wat er wordt bedoeld (overlegde met Markwin en hij zag de tekst).

Artikel 5: toegezegde dilution is niet afdwingbaar omdat de aandeelhouders geen partij zijn bij deze overeenkomst.

Dit kan worden opgelost door deze aandeelhouders mee te laten tekenen.

Lees vooral ook artikel 13.1: het is de bedoeling dat alle beëindigingssituaties hierin zijn verwerkt.

Artikel 13.3 probeert een situatie te ondervangen die zich best kan voordoen maar in het contract verder niet is voorzien. Markwin is het hier mee eens."

229. Dit kan niet verhinderen dat de lening in zijn oorspronkelijke vorm op 5 juni 2008 wordt getekend maar kennelijk krijgt Seinstra daarna wel de ruimte iets te "repareren" want op 7 juli 2008 e-mailt ze Den Drijver en Kroon:

"Heren,

Het amendement op de leningsovereenkomst ligt nu bij Maring en Nijssen.

Zodra ik een getekende versie heb ontvangen kan Richard de leningsovereenkomst van 4 juni en het amendement tekenen.

Dan kan het resterende bedrag worden betaald.

Daarna moet er een pandakte worden verleden. Het bleek niet haalbaar te zijn de akte tegelijkertijd met de leningsdocumentatie te verlijden.

De tekst van de pandakte heb ik uitvoerig met de notaris bediscussieerd. Ik kan er nu goed mee leven.

Wel wil ik voor alle zekerheid nogmaals aangeven dat er geen garantie is dat ons pandrecht niet, door uitgifte van aandelen, of anderszins zal verwateren. Bovendien dekt het pandrecht ingeval van gedwongen verkoop van de aandelen naar alle waarschijnlijkheid het leningsbedrag niet.

De afspraken over het directiereglement zijn voorts niet te beschouwen als een harde zekerheid, meer als een comfort. Het leningsbedrag van 6 miljoen is derhalve niet volledig maar slechts zeer gedeeltelijk gecureerd.

Wordt vervolgd."

230. Op 7 juli 2008 wordt er inderdaad een "Amendment to Convertible Loan Agreement" getekend, waarbij ook Wentworth (de houdstervennootschap van Maring en Nijssen) partij is, waarin de door Seinstra beschreven (en door Wentworth te verstrekken) zekerheid wordt afgesproken en waarin Avalon zich ook verplicht een directie reglement te doen opstellen waarin een tiental zaken zijn opgenomen die ter voorafgaande goedkeuring aan de RvC moeten worden voorgelegd. Wentworth Capital verpandt zijn aandelen inderdaad op 16 juli 2008 aan VDM. Vermoedelijk in verband met de aandelenruil in maart 2009 waarbij de DIMP aandeelhouders aandelen Avalon krijgen tegen inbreng van hun DIMP aandelen wordt de pandakte op 26 maart 2009 "gewijzigd" zodanig dat de D aandelen van Wentworth verpand blijven maar de C aandelen die de DIMP aandeelhouders krijgen niet zijn verpand, hetgeen de verwatering in zekerheid opleverde waarvoor Seinstra gewaarschuwd had.

231. Over het verdere verloop van de lening en de Tradex activiteiten willen onderzoekers kort zijn. Bij een brief van 5 juni 2009 zegt Den Drijver namens VDM aan Avalon zich te willen terugtrekken nu Tradex Holding B.V. niet is opgericht *"en voor het overige er geen Tradex activiteiten als voornoemd worden ondernomen"* en zegt hij Avalon aan de lening met rente (zijnde op 5 juni 2010 een bedrag van EUR 1.286.041,67) aan VDM terug te betalen uiterlijk op 5 juni 2010. In zijn antwoord van 13 juli 2009 stelt Maring dat opeising het faillissement van Avalon zou betekenen en doet hij een voorstel voor aanpassing en uitstel van terugbetaling.

Rond die tijd is de verhouding tussen beide partijen al behoorlijk bekoeld mede naar aanleiding van vragen die Moos en de AFM over de lening stelden.

Door Den Drijver is nog op 16 juli 2009 gesproken met Maring over diens voorstel om Tradex in plaats van op het platform van Online Trader verder uit te bouwen op het platform van VDM GM en uitstel van terugbetaling te verlenen, hetgeen resulteerde in een herzien voorstel dat Maring bij brief van 20 juli 2009 deed aan Zwart als voorzitter van de RvC. Maring rappelleerde Zwart om een antwoord op 28 juli 2009. Curatoren hebben op 23 juni 2010 tegen Avalon en haar bestuurders een vordering aanhangig gemaakt van EUR 7.2 miljoen voor de verstrekte lening c.q. tot schadevergoeding.

(c) Avalon, DIMP, Tradex

232. Van twee van de meest betrokkenen bij VDM, Kroon en Wolfswinkel, tekenden de onderzoekers het volgende op. Kroon zei dat voor DIMP Avalon een goede zaak was, want het had *"een bibliotheek en Music Store"*. Kroon wist niet aan onderzoekers te vertellen wanneer de aandelenruil tussen DIMP en Avalon is geëffectueerd: juli 2008 of maart 2009. Hij zei onderzoekers wel dat de EUR 1 miljoen werkkapitaal die geleverd moest worden door de DIMP aandeelhouders ingevolge de afspraak tussen Avalon en DIMP (zie nr. 198) nimmer door aandeelhouders is verstrekt. Over de leningen van EUR 3 miljoen en EUR 750.000 van VDM aan Avalon zei Kroon niet veel te weten.¹²⁰ Kroon zei onderzoekers dat de gesprekken met Avalon voornamelijk door Wolfswinkel werden gevoerd, hoewel uit de diverse hierboven door onderzoekers aangehaalde notulen blijkt dat Kroon wel degelijk nauw bij de besprekingen met Avalon was betrokken. Kroon zei onderzoekers desgevraagd dat Tradex inderdaad *"stil was komen te liggen"* nadat op 25 juni 2008 het principe besluit genomen was Online Trader te staken. Tradex zou volgens hem weer opgebouwd gaan worden in maart/april/mei 2009. Hij zelf heeft daar in London nog gesprekken over gevoerd met VDM GM en GMC en die *"waren enthousiast"*.¹²¹
233. Dit wordt bevestigd door een bericht dat Avalon in juni 2010 op haar website plaatst waarin nogal voortvarend het volgende wordt gesteld.

"In 2007 heeft AMG een handelsplatform ontwikkeld, genaamd Tradex, waarmee de consument via de mobiele telefoon (iPhone), internet en een digitaal televisiekanaal op ieder moment aandelen en opties kan aan- en verkopen en voortdurend op de hoogte wordt gehouden van de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille. Eind 2007 is AMG een samenwerking aangegaan met Van der Moolen Holding N.V. die als het grootste handelshuis van de beurs tegen zeer concurrerende tarieven de aan- en verkooptransacties voor Tradex zou gaan afwikkelen.

Tradex zag er veelbelovend uit en er is door zowel Van der Moolen als AMG voortvarend gewerkt aan de opstart van deze nieuwe activiteit. Tot het moment dat in 2008 Van der Moolen besloot om de activiteiten van Onlinetrader, wegens oplopende verliezen, te staken. Daarmee viel de achterkant van Tradex weg en staakte het project. Aansluitend is overleg

¹²⁰ Gespreksverslag Kroon, p. 20-23.

¹²¹ Gespreksverslag Kroon, p. 24.

gevoerd tussen het bestuur van Van der Moolen en AMG over de samenwerking. Uiteindelijk is een goed alternatief gevonden voor Onlinetrader waarbij gebruik zou worden gemaakt van een alternatief handelsplatform van Van der Moolen Global Markets in London (UK)."

De uitspraak dat Tradex in 2007 was "ontwikkeld" en "Tradex zag er veelbelovend uit" is niet geheel in overeenstemming met de hier weergegeven feiten.

234. Volgens Wolfswinkel zaten er in de werkgroep die in februari 2008 tussen VDM en Avalon was gestart hijzelf en Kroon namens VDM en een groot aantal mensen van de andere kant, waaronder Gaby Kroon. Ook Den Drijver zat in de werkgroep en nam zelfs zijn 12-jarige zoon eens mee naar een bespreking daarvan.¹²² Wolfswinkel zei dat Kroon een steeds prominentere rol ging spelen "naarmate duidelijk werd dat VDM op een pot geld zat". Wolfswinkel zei dat toen hij de werkgroep één of twee keer had bijgewoond "hij eruit gegooid werd omdat hij te kritisch was ten aanzien van de heer Kroon. De heer Den Drijver was voorzitter van de werkgroep. Avalon was zijn project en dat van de heer Kroon. Het idee was ook dat zowel Den Drijver als Kroon in de RvC van Avalon zouden komen."¹²³ Naar eigen zeggen had Wolfswinkel geen issues met de eerste twee tranches van de lening, maar wel met die van de laatste tranche van EUR 2,25 miljoen waarvan "een deel nodig was om Hans Kroon zijn lening aan DIMP terug te betalen" (zie hierna, nr. 236). Toen Wolfswinkel zei tegen Den Drijver dat hij daar moeite mee had antwoordde die, naar zeggen van Wolfswinkel: "niet mee bemoeien". Daarna werd Wolfswinkel niet meer uitgenodigd bijvoorbeeld voor de vergadering van de werkgroep die in mei 2008 op Schiphol plaatsvond in de ruimte die DIMP daar huurde.
235. Moos zei onderzoekers dat ze bij het "inboeken van bankafschriften" voor het eerst een signaal kreeg over de eerste tranche van EUR 3 miljoen. Toen ze daarmee naar Wolfswinkel ging zei die "dat het een investering was en hij al eerder de betaling had geaccordeerd". Op dezelfde wijze hoorde Moos in april 2008 van de "betaling van de tweede tranche". Moos zat met de vraag of het een lening of een investering was. Voor het persbericht over "het tweede half jaar van 2008 heeft zij het contract gevolgd en aangenomen wat de heer Wolfswinkel erover zei, namelijk dat het een converteerbare lening met een derde partij was". Moos zei onderzoekers dat ze meer vragen stelde over de lening en dat Wolfswinkel zei "we zijn met iets moois bezig, maar ik kan er op dit moment niets meer over vertellen omdat dit zeer vertrouwelijk en nog niet concreet is". [Dit gaat over de eerste EUR 3.750.000, in de tijd dat Wolfswinkel er nog was, onderzoekers.] Na zijn vertrek heeft Moos bij gebrek aan een dossier hierover in het najaar van 2008 op de website van Avalon moeten kijken en zo contact opgenomen met Maring en de CFO van Avalon, omdat de heer Wolfswinkel geen dossier over Avalon had achtergelaten. Uiteindelijk "leidde de analyse over het cijfermateriaal aangeleverd door Avalon tot een impairment van de lening van EUR 1.5 miljoen", maar daarop komen onderzoekers hierna terug.¹²⁴
236. Hierboven in nr. 226 is weergegeven hoe volgens Maring de lening van VDM door Avalon is besteed. De onderzoekers komen hier terug op de uitlating van Wolfswinkel die ook door anderen tegenover onderzoekers is herhaald, dat een deel van de lening is gebruikt om DIMP, dat op dat moment nog niet in eigendom was van Avalon, in staat te stellen een aantal leningen van aandeelhouders van DIMP af te betalen. Hoewel onderzoekers niet beschikken over de jaarrekening van DIMP over 2007 hebben zij met behulp van anderen kunnen herleiden dat eind 2007 de stand van leningen van aandeelhouders als volgt was:

"Rekening Courant Schulden van DIMP

<i>De heer G.H.A. (Hans) Kroon</i>	€	487.444,61
<i>Gaby Kroon De Ronde Venen Beheer B.V.</i>	€	265.605,72

¹²² Gespreksverslag Wolfswinkel, p. 6.

¹²³ Gespreksverslag Wolfswinkel, p. 4.

¹²⁴ Gespreksverslag Moos, p. 7.

<i>Bijdevaate Participaties B.V.</i>	€	162.231,92
<i>Parcom Capital B.V.</i>	€	50.000,00
Totaal	€	965.282,25

Volgens de jaarrekening van DIMP over 2008 was aan het einde van 2008 de stand van diezelfde leningen.

Rekening Courant Schulden per 31/12/08:

<i>De heer G.H.A. (Hans) Kroon</i>	€	139.350,81
<i>Gaby Kroon De Ronde Venen Beheer B.V.</i>	€	75.931,44
<i>Bijdevaate Participaties B.V.</i>	€	Afgelost
<i>Parcom Capital B.V.</i>	€	Afgelost
Totaal	€	215.282,25"

Het is op zijn minst opvallend dat het verschil van EUR 750.000 overeenkomt met de tweede tranche van de lening van VDM. In de e-mailwisseling tussen Moos en Maring van juli 2009, naar aanleiding van de vragen die Moos stelde over de lening en de bestemming ervan, zegt Maring ondermeer dat *"de uiteindelijke transactie bij Van der Moolen [met Avalon, onderzoekers] is echter gedaan zonder bemoeienis van Hans Kroon en de transactie met DIMP is gegaan via de directie van DIMP waarbij Hans als lid van de RvC uiteraard wel mee heeft gelezen"*.¹²⁵ In zijn e-mail van 14 juli 2009, 10:37 aan Moos (met kopie aan Den Drijver en Kroon) e-mailt Maring aan Moos:

- "3. *Jouw vraag of er Euro 750.000,00 aan leningen is afgelost die voorafgaand aan de deal met AMG door diverse partijen zijn verstrekt aan DIMP, kunnen wij bevestigend beantwoorden. Overigens is er inzake DIMP veel meer afgelost aan betaalde voorschotten, leningen, belastingen en crediteuren.*
4. *Eigenlijk is jouw concrete vraag of Hans Kroon zich verrijkt zou hebben aan de transactie tussen Avalon met DIMP of tussen Avalon en VDM. Los van het feit dat ik dit tamelijk aanmatigend vind kunnen wij bevestigen dat dit in beide gevallen absoluut niet aan de orde is."*

237. De, na de opmerking dat de EUR 750.000 lening van VDM aan Avalon is gebruikt om de leningen van Kroon cs aan DIMP terug te betalen, nogal gratuite opmerking van Maring over het al of niet "verrijken" van Kroon staat niet alleen haaks op de feiten maar ook op de factuur, gedateerd 9 juli 2008, gericht aan *"Directie Avalon Media Group te Rotterdam"* van Hans Kroon voor EUR 300.000 *"volgens afspraak, in verband met funding en diverse andere werkzaamheden in binnen en buitenland"*. Onderzoekers kunnen niet anders dan vaststellen dat met *"funding"* de daags te voren getekende EUR 6 miljoen converteerbare lening van VDM aan Avalon is bedoeld. Volgens Kroon is de factuur *"ingetrokken"* en dus niet betaald.
238. Over de betrokkenheid van Kroon en zijn familie is ook nog op te merken in het kader van de relaties tussen VDM enerzijds en Avalon en DIMP anderzijds de kwestie rond de huur door DIMP van kantoorruimte aan de Beechavenue te Schiphol Rijk. Daarover vertelt Van der Linden de onderzoekers dat er in de zomer van 2008 sprake van was dat VDM voor Online Trader ruimte zou gaan huren van DIMP op Schiphol Rijk, maar een paar weken na zijn binnenkomst was er al besloten om Online Trader stop te zetten en dus was die ruimte niet nodig. Er kwamen echter wel facturen van DIMP die volgens Van der Linden zijn betaald *"door mensen in het team van Linda Moos"*. Maar voor de doorbelasting aan Online Trader moest ook Van der Linden fiatteren en die weigerde omdat hij zei dat er geen huurovereenkomst met DIMP was getekend en omdat bij de onderbouwing van de DIMP factuur bleek dat men de hele verdieping had doorbelast aan VDM

¹²⁵

E-mail Maring aan Moos 14 juli 2009 07:25 uur.

terwijl VDM maar de helft zou huren. Dit op basis van een mondelinge toezegging van Den Drijver, die, daarop aangesproken door Van der Linden, "toen ook op de rem is gaan staan".¹²⁶ Afgesproken werd uit coulance 6 maanden te betalen. Onderzoekers hebben een kopie gezien van een huurovereenkomst tussen EVB Beleggingen als verhuurder en DIMP als huurder ingaande op 1 juni 2008 voor ruimte op de 2e verdieping alsmede 13 parkeerplaatsen voor een prijs per kwartaal van EUR 25.314 exclusief BTW. Ook hebben onderzoekers 3 facturen gezien van DIMP van EUR 26.000 voor 4 maanden (1 juni – 30 september 2008), EUR 19.500 (4e kwartaal) en EUR 19.500 (1e kwartaal 2009), alle exclusief BTW. Hieruit blijkt inderdaad dat (bijna) de hele door DIMP verschuldigde huur werd doorbelast. Bovendien was er een nota van DIMP aan VDM van EUR 25.000 exclusief BTW van 11 juni 2008 voor "inrichtingskosten". Onderzoekers maken op dat er dus nimmer een geschreven huurovereenkomst is geweest. De nota voor de inrichtingskosten ("de 10 werkplekken die door de kinderen Kroon op Schiphol Rijk zijn ingericht met IKEA bureaus ad in totaal EUR 25.000" volgens Paardekooper¹²⁷) en de 1e huur voor het 3e kwartaal 2008 zijn door Den Drijver geaccordeerd. Ook de nota voor het 4e kwartaal 2008 is betaald maar VDM weigerde de nota voor het 1e kwartaal 2009 te voldoen. Gaby Kroon e-mailde daarover aan Van der Linden op 19 maart 2009 en vraagt om betaling.

*"Volgens mij is er indertijd afgesproken dat er 50% van de huur door VDM betaalt zou worden. Uiteraard ook de parkeerplekken ... Ook heb ik nog een e-mail van Richard waaruit blijkt dat er eigenlijk gehuurd zou worden tot eind april 2009 ... De verdere afspraken die gemaakt zijn tussen Hans Kroon en Richard aangaande de huur hebben we doorgevoerd in deze facturen ... Ik begreep vorige week dat er blijkbaar verkeerde facturen gestuurd zijn en dat VDM teveel betaalt heeft... Ik hoor graag wanneer het schikt volgende week om dit te bespreken dan zal ik zorgen dat H. van Stijn, mijn vader en ikzelf van de partij zijn. Aangaande de factuur van Alexander [Van der Laan, een consultant bij DIMP die ook doorbelast werd aan VDM, onderzoekers] zou ik het erg op prijs stellen als deze zsm betaald kan worden want ik kom om eerlijk te zijn namelijk nogal scheef te zitten in mijn betalingen."*¹²⁸

Van der Linden antwoordt op 23 maart 2009 als volgt.

"Beste Gaby,

*Ik heb de zaak bestudeerd en kom tot dezelfde conclusie als onze financiële administratie: **Digital Media Power BV is een totaalbedrag van 31,444 EURO verschuldigd aan VDM Holding NV** (zie onze factuur 2008-341).*

VDM heeft uit coulance toegezegd dat zij de huur zal betalen voor de open ruimte rechts van de ingang (tot 1 april 2009). Deze ruimte is ongeveer 40% van het totale oppervlak en niet 50%. Er zijn vanuit VDM geen toezeggingen gedaan omtrent de afname van parkeerplaatsen. Ik ben overigens wel verbaasd dat DIMP heeft getracht de totale kosten van 13 parkeerplaatsen aan VDM door te belasten. Heeft niemand bij DIMP een auto?

Tevens verzoeken wij DIMP om met een specificatie te komen van de in rekening gebrachte inrichtingskosten (zie factuur 806005). Vanuit VDM is alleen toestemming gegeven voor de aanschaf van maximaal 10 Ikea bureaus. De in rekening gebrachte kosten van 29.750 EUR (incl. BTW) lijken dan ook niet te kloppen. Indien DIMP deze inrichtingskosten niet kan onderbouwen zullen wij een aanvullende creditfactuur versturen.

In vertrouwen erop dat DIMP per omgaande het bedrag van 31.144 EURO zal overmaken."

¹²⁶ Gespreksverslag Van der Linden, p. 62.

¹²⁷ Gespreksverslag Paardekooper, p. 6.

¹²⁸ E-mail van Gaby Kroon aan Van der Linden, 19 maart 2009.

Dit bedrag is door VDM nimmer terug ontvangen van DIMP.

239. Den Drijver merkt bij de AFM op over de bedragen die door familie en relaties van Kroon in rekening worden gebracht.

"Vergoedingen Kroon en familie

8. Wat kunt u opmerken over het functioneren van en de vergoedingen betaald aan Kroon door VDM waaronder de successfee?

Ik denk dat, dat als je kijkt naar handelaren en vertrokken bestuurders, marktconform is.

9. Wat kunt u opmerken over de bedragen die door de familie en relaties van Kroon in rekening worden gebracht bij VDM?

Ik leg dat bij financiën neer.

10.1 Heeft u wel een idee waar het over gaat dan?

Ik weet van drie zaken. Een te betalen bedrag aan VDM over een te hoog betaalde kantoorhuur. Daar zitten we vrij hard in. Daar zijn we met Avalon over in akkoord. We betalen de huur van Q1 Schiphol Rijk niet. De andere twee zaken betreffen een uitje, naar ik meen naar Madrid. Dat is al een tijd geleden afgestemd toen we dachten dat het goed ging. En een uitje voor de Formule 1 in Monaco. De volledige RvC was van Madrid en Monaco op de hoogte en aanwezig. Daar vond ik dat het niet meer marktconform is en dat wordt ook beoordeeld door Finance. Ik ben daarvan op de hoogte. Uiteindelijk accordeer ik de bedragen. Ik was op de hoogte dat het om de zoon van Kroon ging. Afspraken tussen Kroon en Zwart en mijzelf dat het in die situatie Raad van bestuur niet meer kan. Achteraf gezien, met de overgang van adviseur naar bestuur, dan kan dat eigenlijk niet.

Onroerend goed in Monaco

10. Wat kunt u opmerken over het onroerend goed in Monaco en VDM?

Alleen dat wij gesprek hebben gevoerd dat we voornemens zijn om dar een kantoor te starten. We hebben onroerend goed aangetrokken, gehuurd van Pastor (in Monaco). De onderhandelingen met algo traders lopen nog. De onderhandelingen gaan over het intellectueel eigendom te krijgen. Eind juni 2009 is dat afgeketst. In overleg met het management team wordt de huur van het onroerend goed terug gedraaid.

11. Over Avalon, wat weet u over de totstandkoming van de leningen?

Overgrote deel is allemaal door Michiel Wolfswinkel afgehandeld. Het is maar een klein dossier en dat wordt nu uitgezocht. Ik antwoord daar liever nu niet uit mijn hoofd hierop.¹²⁹

Op de uitjes en het onroerend goed in Monaco komen onderzoekers later terug.

Samenvatting

240. De kennis binnen VDM over de afspraken met Avalon is door Den Drijver, Kroon en Wolfswinkel bewust in kleine kring gehouden, al is niet helemaal duidelijk geworden waarom. Bij het aangaan

¹²⁹

AFM verslag dossier VDM van 16 juli 2009.

van de afspraken is er geen onderzoek gedaan naar Avalon en al helemaal niet naar DIMP. Men ging geheel af op de 2 gepresenteerde Business Plans.

241. De Avalon en Music Store Business Plannen komen onderzoekers weinig overtuigend voor. Van de 3 "divisies":
- moest Music Store, met het geld van VDM, nog aangekocht worden. De VDM directie heeft daarbij niet kritisch naar de inhoud en geschiktheid van de Music Store voor aansluiting bij VDM gekeken maar zonder onderzoek en zonder inschakeling van stafmedewerkers of adviseurs aangenomen dat muziekwinkels ook geschikt zouden zijn om particulieren beleggingsdiensten aan te bieden, een aanname waar twijfels bij te plaatsen zijn.
 - XITE was toen nog niets en is nooit wat geworden.
 - DIMP is pas anderhalf jaar later (op 31 maart 2009) overgenomen en kende een moeizame financiële geschiedenis (het was volgens de balans technisch failliet). Ook daarnaar is door VDM (Den Drijver, Kroon, Wolfswinkel) niet gekeken.

Volgens Van der Linden verkocht Maring met Avalon "*een kerstboom*"¹³⁰ en na lezing van het dossier kunnen de onderzoekers zich in die beschrijving goed vinden.

242. VDM kreeg met een lening van EUR 6 miljoen en wat andere contributies (kosten vergoedingen, bijdrage aan ontwikkeling) bij conversie 25% van Avalon. De aandeelhouders van DIMP kregen met de inbreng van het verlieslatende DIMP 20% van Avalon. Extra knellend in die optiek is dat van de lening van VDM aan Avalon een bedrag van EUR 750.000 is gebruikt om persoonlijke leningen van Kroon en gelieerde aandeelhouders (onder wie zijn 2 zonen) van DIMP af te betalen, terwijl DIMP op dat moment geen andere relatie had met Avalon dan een letter of intent uit november 2007.
243. Niet alleen werd er geen onderzoek door VDM gedaan, ook uit de documentatie van de lening wordt duidelijk dat de professionals die er bij VDM waren bij de totstandkoming ervan niet door Den Drijver en Kroon betrokken werden. Wolfswinkel werd uit het overleg met Avalon gehaald toen hij te kritisch werd. Pas bij de komst van de, onafhankelijke, consultant Van der Linden werd er naar het technologische platform echt kritisch gekeken. Dit had tot gevolg dat de belangen van VDM bij de uitvoering van het "Avalon dossier" niet werden gewaarborgd. Zo is veel van het werk dat Avalon voor en ten behoeve van de samenwerking met VDM moest doen doorbelast aan VDM zonder dat hiervoor schriftelijke afspraken waren, zijn de commissariaten bij Avalon anders vervuld dan met VDM was overeengekomen en is er "uit coulance" gehandeld tegenover DIMP terwijl het op dat moment niet was overgenomen door Avalon.
244. In tegenstelling tot de indruk die Kroon in zijn gesprek met onderzoekers wekte was hij nauw betrokken bij zowel het Avalon als het DIMP dossier. Dat blijkt uit de notulen van de verschillende vergaderingen waaruit door onderzoekers is geciteerd. Maring wekt in zijn e-mail aan Moos van 13 juli 2009 de indruk dat Kroons enige betrokkenheid was als commissaris van DIMP maar onderzoekers hebben de indruk gekregen dat hij dit eerder deed om Kroon te beschermen dan als bevestiging van de feitelijke gang van zaken. De nauwe relatie tussen Maring en Kroon zoals die al bleek uit de in 227 genoemde brief van 13 juli 2009 wordt zichtbaar in de e-mailwisseling tussen beide heren in het voorjaar van 2010 waarbij Maring Kroon adviseert wat te benadrukken met betrekking tot zijn positie bij VDM in de enquêteprocedure en voorts uit het feit dat Kroon na zijn vertrek bij VDM in juli 2009 een consultancy overeenkomst met Avalon heeft gesloten ingaande op 1 augustus 2009 om te bemiddelen bij het vinden van verdere funding voor Avalon in 2009 en 2010. Het versturen van een nota aan Avalon voor EUR 300.000 ter zake van funding als wederpartij in een zaak die hij als adviseur van VDM behandelde, is, los van het feit of de nota vervolgens is ingetrokken of betaald, een belangenverstrengeling die getuigt van weinig begrip van corporate

¹³⁰

Gespreksverslag Van der Linden, p. 32.

governance normen. Ook zijn rol in de kwestie van de huur van Schiphol, een zaak die niet in het belang was van VDM, getuigt van die instelling.

2.5 Het entameren en afblazen van de deelname in GSFS

(a) Algemeen; Dividendarbitrage

245. Voor een beter begrip van de achtergrond van de relatie met GSFS zullen onderzoekers in dit hoofdstuk 2.5 (a) eerst ingaan op wat dividendarbitrage is en de vennootschappen in de GSFS Holding groep. In hoofdstuk 2.5 (b) zullen zij de samenwerking bespreken zoals VDM die in 2007 aanging met GSFS in de vorm van de PSA om vervolgens in hoofdstuk 2.5 (c) in te gaan op de beoogde en afgeblazen deelname in GSFS, ook wel project Zuid Zeeland genoemd.
246. Bij uitkering van dividend wordt dividendbelasting ingehouden. Overeenkomstig door de belasting autoriteiten gestelde voorwaarden worden beleggers in staat gesteld deze dividendbelasting terug te vorderen. Deze voorwaarden kunnen van belegger tot belegger en van land tot land verschillen en zijn veelal afhankelijk van bilaterale belasting verdragen. De mogelijkheid deze belasting wel of niet terug te vorderen heeft invloed op de koersen, met name rond de datum waarop dividend komt te vervallen en geeft aanleiding om op het verloop van de koersen in samenhang met terugvorderingsmogelijkheden te arbitreran. Dividendarbitrage is een gebruikelijke activiteit in de effectenhandel en vele handelshuizen ontplooiën dergelijke activiteiten. Belasting autoriteiten bestrijden "oneigenlijk" gebruik ("abuse of law") van terugvorderingsmogelijkheden. De voorwaarden worden al lange tijd doorlopend veranderd en ingeperkt. Hierdoor vergt dergelijke arbitrage een grote deskundigheid op juridisch en fiscaal gebied in combinatie met grote kennis op het gebied van effectenhandel en clearing en settlement van posities. In het maatschappelijk verkeer heeft dividendarbitrage geen goede naam omdat deze activiteit geen economische toegevoegde waarde zou hebben. Inherent hieraan is een zeker reputatierisico dat kan ontstaan als gevolg van dividendarbitrage. Het belang dat de laatste jaren gehecht wordt aan maatschappelijk verantwoord ondernemen en het mogelijk te lijden reputatierisico zijn redenen waarom financiële instellingen deze activiteit in beperkte mate bedrijven als ze er al niet van afzien.
247. GSFS Holding BV (Global Securities Finance Solutions B.V.) is een in 2006 door de heer F.T. Vogel opgerichte holding company met twee dochter ondernemingen, t.w. een 100% deelneming in GSFS AM B.V. (Global Securities Finance Solutions Asset Management B.V. en een 50% deelneming in GSA B.V. (Global Securities Arbitrage B.V.). De holding company is ook de eigenaar van de meerderheid van de prioriteits aandelen in GSA B.V. Het eigendom van de andere helft van de gewone aandelen in GSA B.V. beruiste bij een Amerikaanse rechtspersoon met de naam GT1 Inv. Blijkens het jaarverslag 2008 werkten er bij GSFS Holding en de groep 14 man.
248. GSFS AM B.V. is opgericht in februari 2006 en GSA B.V. in april 2006. De doel omschrijving van beide ondernemingen betreft: "*securities finance solutions, consisting of securities borrowing and lending, structured products and proprietary arbitrage trading (Structured Products Activities)*". In het kader van de samenwerking met VDM is GSFS AM de partner in de PSA. Deze samenwerking richt zich op het innemen van dividendarbitrage posities voor gemeenschappelijke rekening met een verdeling van het resultaat op fifty fifty basis.
249. Vogel was jarenlang actief op het terrein van clearing en settlements annex dividendarbitrage bij Fortis en een specialist op dit gebied. Toen Fortis besloten had deze activiteit in te perken is er een verschil van mening ontstaan, hetgeen resulteerde in een ontbinding van de arbeidsovereenkomst tussen Vogel en Fortis. Dit conflict is voorgelegd aan de rechter. In dat conflict is Fortis in het ongelijk gesteld en veroordeeld tot een aanzienlijke schadevergoeding.

(b) PSA

250. Het idee tot samenwerking met GSFS is rond de jaarwisseling 2006/2007 ontstaan. In de RvB vergadering van 6 februari 2007 wordt als volgt genotuleerd:

"The meeting discussed the proposal dated 23 January, 2007 of Mr. Vogel. It was decided that the chairman will continue the negotiations with Mr. Vogel in order to come to a more favourable transaction for the company. The meeting will be kept posted."

Blijkbaar hebben deze onderhandelingen veel tijd in beslag genomen, want eerst in de RvB van 3 oktober 2007 blijkt hieromtrent overeenstemming te zijn bereikt. In de notulen wordt vastgelegd:

"Although the intended cooperation with GSFS (Mr. Vogel) might not reach the parameters for Supervisory Board approval, the board decided to ask for approval anyway. The contract is to be signed this week and will be made public."

De RvC gaat in haar vergadering van 16 november 2007 akkoord met de transactie met de volgende toelichting:

"Mr. Den Drijver provided background information about Mr. Vogel, a former Fortis Bank employee. GSFS Asset Management employs about 10 people and hopes to attract more in the near future. In a "cost pool arrangement" with VDM for three years GSFS will provide products, knowledge and strategy. VDM will learn GSFS business and take care of risk management. The results will be administrated through VDM's accounts, in a separate book, and will be shared between parties. VDM will pay half of the personel costs of GSFS. The contract has been made by an external law firm. The risk for VDM is a guarantee of EURO 875.000 per year for the cost."

251. Onderzoekers merken op dat zij niet hebben kunnen vaststellen dat de RvC inzage is gegeven, noch dat de RvC inzage heeft gevraagd, in de met GSFS PSA. Uit het verslag blijkt niet dat (andere) risico's besproken werden noch dat informatie gegeven c.q. gevraagd werd over de omvang van deze nieuwe activiteit en de verwachte exposure en financiële doelstellingen. Ook het reputatie risico komt niet aan de orde.
252. De indruk van onderzoekers is dat Norton Rose LLP (adviseur van Curvalue bij de overname door VDM) bij de opstelling van de PSA werd betrokken. Uit de beschikbare stukken blijkt niet dat VDM een eigen adviseur heeft ingeschakeld. In de PSA overeenkomst van 4 oktober 2007 zijn onder andere de volgende afspraken vastgelegd:

"2. Approved activities

2.1. The joint Business plan (Appendix A) provides for a detailed description of all trading activities, strategies, structures ...

2.2. All activities...require approval of both Parties before execution ...

Once an activity has been approved...Parties shall set a limit and determine a budget in accordance with ...in a global limit overview as amended from time to time (The "Global Limit Overview"(Appendix B) ...

2.3. Parties shall instruct an independent tax advisor to issue a tax opinion(i) upon request of one of the parties, prior to execution an approved activity, and (ii) on an annual basis in respect of all Approved Activities executed during a financial year.

3. Joint Account

3.1. All profit and loss.....shall be for the joint account of both Parties..., this cooperation...to be referred to as the "Joint Account".

3.2 The Company (VDM, onderzoekers) shall open in its name accounts/ledgers to administer the Joint Account.

3.3 In addition the Company or any of its subsidiaries shall open in its or its subsidiaries name broker dealer/prime broker or other trading accounts through which the Approved Activities will be executed for the risk and account of the Join Account....

3.5. The Company shall make available the infrastructure of the Company including but not limited to, its assets booked on cleared trading accounts, tax facilities, legal entities, subsidiaries, clearing facilities, financing, and employees.

3.6. GSFS shall make available to the Join Account (a) its legal expertise and further know how.. (b)The actual implementation and execution of the Approved Activities,(c) GSFS employees to perform the Approved Activities, (d) IT Systems (i.e Position management, Trading, Tools) and trading and operational support for the Joint Account...., (d) a first version of the Business Plan ...

7 Profit Share

7.1 GSFS shall provide the Company with fourteen (14) days after the end of each month with a "profit and Loss Calculation" showing (i) the profit and loss of the Joint Account on a cash basis (ii) the Net Asset Value (as defined below) of the Joint Account as determined in accordance with clause 8.

7.2 To the extent the Profit and Loss Calculation at the end of each month results in net cash profits ("Net Profits"), such Net Profits shall on a monthly basis be subject to the following:

(a) First, an amount of EUR 70,000 debited from the Joint Account and be paid to GSFS (the "Primary Profit Share"). This Primary Profit Share shall be subject to annual review at the earliest on 1 January 2009.

(b) Second, twenty (20) per cent of the Profits (the "Escrow Amount") shall be debited from the Joint Account and transferred to an escrow account in the name of both Parties, at a bank to be determined by both Parties (the "Escrow Account"). Losses resulting from the Approved Activities in the Joint Account, whether in the future or in the past, will be covered first by the Escrow Account and subsequently by the results of the accounting year in which the losses materialized.

(c) Third, each Party shall be entitled to fifty (50) per cent of the remaining Net Profits ("Profit Share").

7.3 If in a certain month, there are insufficient net Profits to pay the Primary Profit Share, the failing Primary Profit Share amount shall be debited from the Escrow Account. If in a certain month the funds in the Escrow Account are not sufficient to cover any failing Primary Profit Share payment, the Company shall pay to GSFS such failing Primary Profit Share. The Company shall, in the month(s) following the month in which the Company made such payment, be entitled to a refund in respect of any failing Primary Profit Share payment made, which refund shall be debited from the Net Profits, after deduction of that month's Primary Profit Share and Escrow Account. If the failing Primary Profit Share in a certain month is debited from the Escrow Account, the Escrow Account shall, in the month(s) following the month the Escrow Account was debited, be credited with such an amount as is necessary to reach the amount available in the Escrow Account in the month preceding the month in which the Escrow Account was debited to pay such failing Primary Profit Share."

253. Deze citaten illustreren de reikwijdte van de samenwerking die er kort gezegd op neerkomt dat de ideeën van GSFS komen en de executie plaatsvindt doordat VDM de eigen infrastructuur ter beschikking stelt inclusief alle faciliteiten, financiering en de diensten die nodig zijn voor de uitvoering van de goedgekeurde transacties. In feite lijkt er sprake van een shop (van GSFS) in een shop (VDM). Daarbij heeft het onderzoekers verbaasd dat separate facturen voor het gebruik van het GSFS risk management systeem ten bedrage van EUR 47.600 zijn betaald. VDM heeft slechts incidenteel gebruik gemaakt van het recht een trade-voorstel ex ante te toetsen.

Terzijde wordt nog opgemerkt dat enige tijd na ondertekening van de PSA Curvalue III in de plaats is getreden van VDM als "the Company".

254. Vogel treedt al in 2007 toe tot het recent opgerichte European Management Committee (**EMC**), dat twee wekelijks vergadert met als deelnemers de leden van de RvB en de verantwoordelijken voor de Europese "business lines". Naar onderzoekers is gebleken is Vogel per 1 maart 2008 een arbeidsovereenkomst aangegaan met VDM. Op de agenda van de EMC staan de operationele zaken die op dat moment de aandacht vragen. Vogel neemt actief deel aan de beraadslagingen van het EMC en onderneemt naar aanleiding van het overleg ook bepaalde acties. Reeds op 23 november 2007 wordt in deze commissie een plan van aanpak besproken om in Azië (Hong Kong) voet aan de grond te krijgen. Dergelijke plannen om naast trading activiteiten ook dividend arbitrage initiatieven te ontwikkelen zien ook het licht voor Italië, Singapore, Cyprus en Dubai en komen zowel op de agenda van het EMC als de RvB. Er worden afspraken gemaakt die in overeenkomsten worden vastgelegd, zoals een management agreement betreffende Hong Kong gedateerd 14 mei 2008 waarbij GSFS een maandelijkse fee van USD 16.000 ontvang voor het adviseren van VDM Asia Holding Ltd, naast vergoeding van onkosten een performance fee van 5% van de omzet, een en ander met terugwerkende kracht vanaf 1 januari 2008, een loan agreement (EUR 20 miljoen) tussen Curvalue III B.V. en GSFS Italië SRI en gedeeltelijke overname door VDM van een huurovereenkomst van GSFS in Frankfurt waarvan niet onmiddellijk het nut voor VDM blijkt. Onderzoekers hebben niets gevonden dat er op wijst dat deze vestigingen een rol gaan spelen in de plannen of producten die GSFS op de korrel heeft of meent te gaan krijgen. Vastgesteld kan (achteraf) worden dat deze plannen niet of slechts gedeeltelijk vorm krijgen en ten slotte bij plannen blijven.
255. De activiteiten met het oog op dividendarbitrage vinden plaats (althans worden in de boeken opgenomen) in Amsterdam, Frankfurt en Zug en vangen aan in het eerste halfjaar van 2008. Dit wordt bevestigd in een persbericht van 28 juli 2008 onder het hoofd "*Van der Moolen observes strong second quarter profit growth mainly due to successful cooperation with GSFS*". In het persbericht met betrekking tot het eerste halfjaar 2008 van 12 augustus 2008, waarin een "operating profit" wordt gemeld van EUR 14,9 miljoen (Q1 EUR 6,1 miljoen) wordt de uitlating uit het eerdere persbericht herhaald.
256. Over de aard en structurering van de op dividendarbitrage gerichte transacties wordt in de RvB noch het EMC informatie gedeeld. Het onderwerp wordt niet geagendeerd, ook zijn er door onderzoekers geen rapportages aangetroffen met betrekking tot dit onderwerp. Onderzoekers hebben de indruk dat de dividendarbitrage transacties worden geïnitieerd door Vogel (en zijn team). Pronk is binnen VDM het aanspreekpunt en is nauw betrokken bij de uitvoering van deze transacties binnen de organisatie van VDM en Curvalue. Er zijn geen feiten door onderzoekers vastgesteld die erop wijzen dat een rol voor riskmanagement, juridische zaken of compliance is voorbehouden. Ook zijn er voorafgaand aan de transacties geen externe (fiscale) adviseurs geraadpleegd. Terzijde merken onderzoekers op dat zowel Pronk als de andere betrokkenen bij deze dividendarbitrage activiteiten een direct belang hebben bij (het volume van) deze vorm van arbitrage op basis van bonusafspraken, zij het met een (in vergelijking met de andere activiteiten van VDM) beperkt percentage.
257. Ondanks de kosten van de beëindiging van Online Trader werden in de VDM persberichten over het eerste kwartaal en eerste halfjaar van 2008, na de sluiting van VDM Specialists in de VS, goede resultaten vermeld. Het seizoen voor de dividendarbitrage spitst zich toe op de maanden maart, april en mei. In de loop van 2008 dragen de dividendarbitrage activiteiten in de boeken van VDM circa EUR 41 miljoen bij aan het bruto resultaat, waarvan op basis van de PSA 50% ten goede komt aan GSFS. Vooralsnog zijn dit vorderingen.
258. Begin 2009 werd een zogenaamd horizontaal onderzoek van de Nederlandse fiscus bij VDM aangekondigd en kondigden de Duitse belastingautoriteiten aan dat claims op dividendteruggave strenger zouden worden behandeld en dat de regelgeving verder zal worden aangescherpt. In dat licht en gezien de geringere hoeveelheid beschikbare cash werden er in het voorjaar 2009 minder "trades" gedaan dan in het jaar ervoor.

259. In de RvC van 9 april 2009 wordt goedgekeurd het op 25 maart (door de RvB) genomen besluit de vorderingen uit hoofde van dividendarbitrage voor 100% te voorzien, hetgeen wordt opgenomen in de jaarrekening 2008 waarbij E&Y op 9 april 2009 een verklaring heeft verstrekt. Dit blijkt ook uit het op 26 maart 2009 door VDM uitgegeven persbericht over de 2008 resultaten waarin staat: *"During 2008, the Company transacted various exchange-related trades which resulted in tax receivables from various European governments. Historically, VDM has been successful in collecting its tax claims. Recently, one of these European governments initiated an investigation into the claims. Under the current economic climate, tax authorities are taking a more aggressive approach in their investigations of tax claims. Although the investigation has not been completed, VDM recorded a provision of €43.2 million related to such receivables."*

In een brief van dezelfde datum maakt Vogel bij Den Drijver bezwaar tegen het persbericht dat naar zijn zeggen niet met hem is afgestemd. Zoals blijkt uit een artikel in het FD van 27 maart 2009 wordt de voorziening door de pers direct opgepakt:

"De nieuwe winstmachine van Van der Moolen hapert. De miljoenen die het Amsterdamse effectenhuis probeert te verdienen met belastingarbitrage staan op het spel. De belastingdienst in Nederland en die in vijf andere Europese landen zijn terughoudender geworden met uitbetaling van vorderingen. Eén Europees land is zelfs een onderzoek gestart naar de claims van Van der Moolen."

Het effectenhuis heeft daarom al zijn vorderingen op de Europese belastingdiensten afgeboekt. 'Als er twijfel bestaat over de inbaarheid schrijven de boekhoudregels voor dat je doet', zegt bestuursvoorzitter Richard den Drijver van Van der Moolen. Hij wil niet zeggen hoe hoog hij de kans inschat dat het geld er alsnog komt. 'We zijn erg conservatief. Meer kan er niet af, er kan alleen maar geld bijkomen.'

De afboeking leidt tot een eenmalige verliespost van euro 43,2 mln. Van der Moolen boekte hierdoor een verlies van euro 19 mln in boekjaar 2008. Keerzijde van de medaille is dat euro 18,9 mln aan bonussen bestemd voor arbitragehandelaren niet wordt uitgekeerd. Den Drijver zelf ziet vrijwillig af van een bonus waar hij recht op had.

'De afgelopen maanden is de tendens dat de fiscus erg streng in de leer is geworden', aldus Den Drijver gisteren tijdens de toelichting op de jaarcijfers. 'Maar ik zie geen reden om aan de continuïteit van deze activiteiten te twijfelen.'

260. Om de dividendbelasting terug te kunnen vorderen moeten dividendnota's worden overgelegd, bewijsstukken in de vorm van de verklaring van een daartoe bevoegde bank dat iemand op een bepaalde "record date" voor de dividend datum in het bezit was van een bepaald aandeel en dat hij het dividend heeft ontvangen (de zogenaamde vouchers). Het verkrijgen van deze vouchers blijkt een probleem te zijn dat meer en meer gaat knellen naarmate de boeken over 2008 moeten worden afgesloten.
261. Pronk komt binnen VDM zwaar onder druk te staan, omdat een aantal zaken niet goed waren gegaan. Ten eerste werden de ingenomen dividendarbitrage posities in de clearing account van KBC opgenomen, aangeleverd door KASBANK die voor KBC de intermediair in Duitsland was, maar die in dat land geen bankstatus had, hetgeen betekende dat zij geen vouchers konden afleveren. Daarnaast speelde de complicatie dat de "trades" in een zogenaamde omnibus account zaten, tezamen met transacties van andere marktpartijen. Om dividend terug te vorderen moet een dividendnota worden overgelegd van (in dit geval) een Duitse bank, die onder andere moet vaststellen dat dividend is afgedragen en dat de "audit trail" van de transactie aan de geldende regels voldoet, hetgeen niet eenvoudig is ten aanzien van aandelen in een omnibus account. Naast Pronk en Vogel nemen ook anderen initiatieven om de hand te leggen op de vouchers. Den Drijver neemt

contact op met BNP in Parijs en er is sprake van een opdracht aan Blaauwendraad om een Duitse bank te vinden die bereid zou zijn de vouchers af te geven. Kroon zegt hierover dat Blaauwendraad er zelf mee is gekomen, omdat hij een heel goed netwerk had in Duitsland.¹³¹ Na veel inspanning wordt omstreeks juni 2009 (overigens niet via Blaauwendraad) een kleine bank in Duitsland gevonden die bereid is de vouchers af te geven (naar verluid tegen betaling).¹³² Zonder vouchers kan geen aangifte plaatsvinden en zal geen teruggave van dividendbelasting kunnen plaatsvinden. Waarschijnlijk heeft deze aangifte uiteindelijk plaatsgevonden in de laatste week van juli 2009

262. Het valt niet binnen de opdracht van onderzoekers om de legitimiteit van de dividendarbitrage transacties te beoordelen. Daarvoor ontbreekt het onderzoekers bovendien aan de informatie. De "trades" zijn niet integraal getaped, dergelijke vastlegging is reglementair ook slechts verplicht voor commissionairs, maar niet voor handelaren die voor eigen rekening handelen. Naast Aespen zijn ook derden - commissionairs ingeschakeld en werden in Nederland, Duitsland en Zwitserland posities ingenomen. Onderzoekers hebben kunnen vaststellen dat de accountants van VDM (E&Y) en GSFS (Mazars) onderzoek hebben verricht naar de transacties, uit welk onderzoek de impairment voortkwam.
263. Daarnaast is door de compliance officer van VDM, Van Zaal, aan KPMG Meijburg in maart 2009 een opdracht gegeven de legitimiteit van de "trades" naar het recht van Nederland, Duitsland en Zwitserland te onderzoeken. De conclusie van KPMG Meijburg is dat "de trades waarschijnlijk voldeden aan de te stellen eisen". Voor die conclusie is uitgegaan van de informatie die VDM en GSFS beschikbaar hebben gesteld aan de deskundigen. In de rapporten van KPMG Meijburg staat dat hun conclusies ervan uitgaan dat de posities zijn ingenomen in de open markt (marktconform) en niet georkestreerd zijn. Afhankelijk van het soort transacties en de betrokken landen wordt de kans op teruggave van de ingehouden dividendbelasting getaxeerd op rond de 50%.
264. In een memo van 1 juni 2009 presenteert Harteveld een plan van aanpak voor yield arbitrage aan Den Drijver, Kroon en Pronk waarin GSFS geen rol meer speelt. VDM dacht, naar zeggen van Kroon, dit ook wel zelf te kunnen. Geadviseerd wordt onder andere een eigen belasting adviseur in dienst te nemen, een trading proposal committee in te stellen en twee wekelijks overleg te organiseren tussen de Group President Trading (Pronk) en de manager dividendarbitrage. Aan de bestaande handelsactiviteiten op het gebied van dividendarbitrage worden enkele conclusies verbonden:

"De belangrijkste conclusie is m.i. dat de wijze waarop de trading is georganiseerd en het correct managen van de gehele achterkant van de handel van evident belang zijn voor een winstgevende business case. Bijna alle problemen die we ondervinden bij het terugvorderen van dvd tax zijn terug te voeren op een onjuiste organisatie van de trading en het te expliciet inrichten (labelen) van de handel bij de clearingorganisatie. Het managen van de achterkant van de handel (o.a. het berekenen van de invloed van een trade op af te dragen margin en kredietgebruik, exercisen, managen van short calls, lenen en aflossen, het tijdig terugdraaien van trades om ruimte voor nieuwe trades te maken en het gebruik van de juiste settlements accounts) zorgt voor een optimaal gebruik van bestaande middelen, reductie van risico en een tevreden clearing "

VDM gaf de gedachte aan dividendarbitrage dus niet op. Zoals ook blijkt uit een artikel in het Financieele Dagblad van 22 mei 2009 met als opening "*Van der Moolen tart fiscus*" waarin Moos aangehaald wordt als zeggend "*We gaan ermee door. Wij denken dat we niets verkeerd doen.*".

265. In de RvC vergadering van 8 juni 2009 meldt Den Drijver dat de directie, in het belang van VDM en om haar moverende redenen overweegt de PSA op te zeggen. De aanwezige commissarissen, Zwart

¹³¹ Gespreksverslag Kroon, p. 70.

¹³² Gespreksverslag Van der Linden, p. 47 en volgende.

en Paardekooper, geven aan een eventueel besluit van de directie daartoe te begrijpen en dringen aan op een zorgvuldige voorbereiding en afhandeling daarvan. Tevens verzoeken zij de directie uit te zoeken in hoeverre hierover een persbericht moet worden uitgebracht. Den Drijver meldt voorts dat in het vervolg er voor zal worden gezorgd dat bij zaken met betrekking tot terugvordering van dividendbelasting er een positief fiscaal advies beschikbaar is, dan wel een ruling is afgegeven. Op 29 juli wordt door VDM een brief ontvangen van GSFS met bericht van de beëindiging van de PSA omdat VDM (Curvalue III) niet aan haar verplichtingen onder de PSA zou hebben voldaan.

266. Op 15 augustus 2009 worden door een medewerker van VDM ES Zug Branche in een gesprek met Paardekooper een aantal zaken genoemd die volgens hem niet of niet volledig in de haak zouden zijn. Zwart en Paardekooper geven als tijdelijk bestuur op 17 augustus 2009 de opdracht aan Smit (risk manager) in samenwerking met Van Zaal (compliance officer) te onderzoeken of de aantijgingen juist zijn en er voldoende aanleiding is de reeds ingediende aangifte WHT (withholding tax) in Zwitserland als oneigenlijke aangifte aan te merken en deze derhalve in te trekken. Smit en Van Zaal hebben de gang van zaken uitvoerig onderzocht en met alle betrokkenen besproken. Aan deze gesprekken is ook deelgenomen door het tijdelijk bestuur. De bevindingen uit deze gesprekken zijn vastgelegd in een onderzoeksrapport en hiervan zijn deels verslagen gemaakt die toegevoegd zijn aan het rapport. De conclusie van Smit luidt als volgt:

*"De informatie was grotendeels bekend bij KPMG toen ze haar memo schreef. Na uitvoerige bestudering van het memo van KPMG is mij gebleken dat VDM ES Zug Branche aan deze voorwaarden voldoet. Het enige punt waar twijfel over had kunnen bestaan is over of de handelaar wist dan wel had kunnen weten wie zijn tegenpartij was (dan wel zijn tegenpartij een niet-Zwitserse entiteit was). Wel is gebleken dat er op het hoofdkantoor kennis aanwezig was dat er een tegengestelde positie in de boeken zou komen. Dit heeft echter naar mijn mening geen invloed op de vraag of de aangifte in Zwitserland terecht is gedaan."*¹³³

Op basis van de hem bekende feiten komt Smit tot de conclusie dat KPMG Meijburg over de juiste feiten heeft beschikt tijdens het opstellen van haar rapport. Na overleg met het tijdelijk bestuur vervolgt hij als volgt:

"... zie ik op dit moment onvoldoende aanleiding de (al dan niet gewiste) e-mailwisseling tussen XXXX, XXXX en XXXX te onderzoeken. Een dergelijk onderzoek is volgens het bestuur een te zwaar middel gelet op het vertrouwen dat er bestaat in de betrokken medewerkers. Bovendien geven de afgelegde verklaringen hier ook geen aanleiding voor."

267. Met een brief van 16 september 2009 laat het Finanzamt Frankfurt weten dat een bedrag ad. EUR 32.825.619,19 op rekening van Curvalue II GmbH zal worden overgemaakt "*unter dem Vorbehalt der Nachprüfung*". De curatoren van VDM zijn, naar hun zeggen, hiervan op 23 september 2009 op de hoogte gebracht.

(c) Project Zuid-Zeeland

268. Naar aanleiding van de goede resultaten van de samenwerking ontstond belangstelling om de samenwerking met GSFS te verdiepen en te verbreden. Dit plan onder de naam "Zuid-Zeeland" wordt op 21 juli 2008 ter bespreking voorgelegd aan de RvC. Aan de RvC zijn vooraf geen stukken beschikbaar gesteld. In de notulen van deze vergadering wordt het volgende vastgelegd:

"Mr. Den Drijver informs the meeting about negotiations being held with Mr. Frank Vogel and his group. VDM intends to, and Mr. Vogel is willing to, increase the profit share of 50% that VDM holds in GSFS Management B.V. For good understanding the structure behind the joint venture is shown in a document that is handed during the meeting. The first option was

¹³³

E-mail (inclusief intern memo) van Smit aan Zwart, Paardekooper en Van Zaal van 21 augustus 2010.

to buy an additional 25% of the profit share, but Mr. R. den Drijver now prefers and aims to acquire a stake in GSFS Management B.V and GSA B.V., GSFS Management B.V. is 100% owned by GSFS Holding B.V. GSA B.V. is owned 50% by GSF Holding B.V. Discussions are going on between parties about the valuation and the goodwill to be paid, but also about the problem Mr. Vogel is having with the loss of control. In case parties consider offering mr. F. Vogel a position in the executive board of VDM Holding a conflict of interest will arise. Mr. de Marez Oyens emphasizes to check the risk and other risks like for instance a possible stop of credit lines. Mrs. Moos add to this that, in case of acquiring 100% all people GSFS Management B.V. will be employed by VDM Holding B.V. Mrs. Moos distributes an overview of shares to be issued in case the transaction will be settled in shares. Such option should be reviewed carefully."

Over de voortgang in de onderhandelingen tussen VDM en GSFS hebben onderzoekers in de verslagen van de RvB en RvC verder in 2008 niets aangetroffen. Onderzoekers hebben wel kunnen vaststellen dat veel inspanning wordt geleverd om tot een transactie te komen. VDM laat zich bijstaan door Spigthoff, die aan een letter of intent werkt en een juridische due diligence verzorgt. Een relatief onbekend bedrijf op het terrein van corporate finance met de naam Peregrine (ex corporate finance medewerker van ABN AMRO) staat VDM bij als adviseur in de onderhandelingen, door een "negotiation pack" samen te stellen en een financial due diligence te verzorgen. De structuur van de transactie lijkt zeer bepaald te zijn door de wens van Vogel om controle te houden.

269. Op 21 november 2008 wordt een letter of intent getekend aangaande het verwerven van een aandelenbelang door VDM in de 2 GSFS vennootschappen. Onderzoekers nemen aan dat dit besproken is met de RvC maar hebben hiervan geen bevestiging kunnen terugvinden. Op dezelfde dag wordt een persbericht uitgegeven met als titel *"Van der Moolen strengthens position in worldwide trading with a participating interest in GSFS"*. In dit bericht worden de hoofdlijnen van de beoogde transactie als volgt beschreven:

"Van der Moolen signs letter of intent to acquire 49,9% stake in GSFS Asset Management B.V ("GSFS AM") and 33.3 % in Global Securities Arbitrage B.V. ("GSA");

The purchase price EUR 43.3 million, of which EUR 14.15 million in cash and EUR 29.15 million in Van der Moolen Shares;

Payment is spread over three years;

Positive impact on earnings per share Van der Moolen share expected as of 2009;

The intention to recommend Frank Vogel, CEO of GSFS, as member of the Executive Board Van der Moolen."

Op 3 december vraagt VDM de verplichte verklaring van geen bezwaar (VVGB) voor de deelneming aan bij de DNB en doet het een melding van de voorgenomen benoeming van Vogel bij de AFM. Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen dat de verklaring is verleend.

270. Op basis van werkdocumenten van Spigthoff en Peregrine hebben onderzoekers kunnen vaststellen dat de onderhandelingen rond 30 juli 2008 zijn aangevangen en tot circa 11 februari 2009 hebben voortgeduurd. De onderhandelingen werden gecoördineerd en begeleid door Moos als Group Director Finance. In het dossier troffen onderzoekers vele aantekeningen aan waaruit blijkt dat zij ondanks haar beperkte ervaring zich intensief en effectief aan het Zuid-Zeeland dossier heeft gezet. Een van de aspecten die aandacht heeft gekregen was de mogelijke tegenstrijdigheid van belangen tussen Vogel als CEO van GSFS Holding (meerderheidsaandeelhouder in GSFS) en Vogel in zijn

hoedanigheid van lid van de RvB. In overleg met Spigthoff wordt hier een oplossing voor gezocht met een of meer van de volgende mechanismes:

- *refrain from the decision making process and the deliberations in relation to that specific subject; and*
- *appointment by the board of directors of an executive or a non executive board member to act on behalf of VDM and in case of an appointment as a manager of VDM;*
- *by taking up specific provisions in the employment/management Agreement, for example a four eyes principle a provision that he may be held liable for damages in the event he does not act in the interest of VDM but in his own interest.*"¹³⁴

271. Gelet op het verdere verloop van de onderhandelingen komt het onderzoekers voor dat aan de details van de concept overeenkomst voorbij kan worden gegaan. Duidelijk is hen wel geworden dat VDM met deze deelneming geen controlerend belang en dus geen echte zeggenschap zou verwerven, hetgeen de vraag onbeantwoord laat wat de reden was om naast de bestaande PSA deze vorm van samenwerking te ambiëren. Volgens de letter of intent (zie nr. 269) is de koopprijs EUR [43,3]¹³⁵ miljoen, waarvan bij closing EUR 5 miljoen contant en EUR 20 miljoen in aandelen VDM zou worden betaald, en uitgestelde contante betalingen (van tenminste 2x EUR 2,287,500) en uitgestelde betalingen in aandelen van EUR 4,575,000 elk. Dit wordt aangekondigd in een VDM persbericht van 21 november 2008. De contante verplichtingen zouden voldaan worden uit dividendbetalingen uit hoofde van de participatie, cash flow uit de PSA en (zo nodig) opgenomen lang lopende leningen. De beschikbare kredietfaciliteiten ten behoeve van de handelsactiviteiten zouden niet aangesproken hoeven te worden. De initiatieven van VDM om leningen af te sluiten (zie daarvoor hoofdstuk 3 van dit verslag) zijn wellicht te verklaren uit bovengenoemde afspraken tot betaling van de deelname. In de concept transactie overeenkomst stonden overigens de gebruikelijke "representations", "warranties" en andere "assurances".
272. In de RvC vergadering van 19 februari 2009 geven de commissarissen een duidelijke indicatie dat zij niet in zullen stemmen met een minderheidsdeelname in GSFS. De RvC wil de uitkomst van de tax audit afwachten en over duidelijke indicaties beschikken dat er geen negatieve gevolgen verbonden zijn aan de minderheidsdeelname. Ook wordt erop gewezen dat de verklaring van geen bezwaar een opschortende voorwaarde vormt voor de transactie.
273. In een amice brief van Mr.'t Hart van Spigthoff van 20 februari 2009 aan Mr. Paardekooper van Blenheim advocaten, adviseurs van Vogel, wordt geconstateerd dat de onderhandelingen inzake Zuid-Zeeland nog niet tot overeenstemming hebben geleid en moeizaam verlopen. Een aantal specifieke omstandigheden geven VDM aanleiding om de onderhandelingen vooralsnog op te schorten. Onderzoekers citeren het volgende uit deze brief:

"1. Na het tekenen van de intentieverklaring zijn van de zijde van jullie cliënten diverse bezwaren gemaakt, nieuwe voorstellen gedaan en niet eerder ter sprake gekomen onderwerpen en wensen aangedragen.....de onderhandelingsstrategie is mede bepalend voor het al dan niet bereiken van overeenstemming, ...Kosten die partijen (doch in ieder geval Van der Moolen)....besteden niet in verhouding staan tot de omvang en complexiteit van de voorgenomen samenwerking.

2. Het due diligence onderzoek van de zijde van Van der Moolen is tot op heden niet afgerond.....De afronding hangt samen met het verkrijgen van voldoende comfort en inzicht van – kort gezegd- compliance

¹³⁴

Rough Draft Project Zuid-Zeeland/ Legal Due Diligence Report van Spigthoff 15 januari 2009.

¹³⁵

Onderzoekers hebben niet kunnen reconciliëren het bedrag van EUR 43,3 miljoen genoemd in het persbericht met de optelling in de getekende letter of intent.

3. de Fiscus heeft een zogenaamd horizontaal onderzoek aangekondigd(zowel vennootschapbelasting als dividendbelasting) van de winstdelingsovereenkomst tussen Van der Moolen en GSFS.

4. DNB heeft tot op heden de verzochte verklaring (VVGB) niet willen verstrekken.... DNB heeft Van der Moolen komende week ontboden voor een bespreking hierover. Het moge duidelijk zijn dat het standpunt van DNB cruciaal is en er zelfs toe kan leiden dat van de beoogde samenwerking afgezien moet worden ongeacht de wens van partijen zelf.

5. Het aangaan van een definitieve overeenkomst is...onderworpen aan goedkeuring van de Raad Van Commissarissen. Deze raad heeft gisteren vergaderd en de uitkomst ... is dat deze goedkeuring (vooralsnog) niet wordt verleend. De overwegingen die ... daarbij een rol spelen bestaan mede uit hierboven vermelde omstandigheden ..."¹³⁶

Over het hierboven vermelde gesprek met DNB over de VGGB hebben onderzoekers geen vastlegging aangetroffen in het dossier. Moos vertelde onderzoekers dat Den Drijver en zij op 24 februari 2009 bij DNB zijn geweest. Ook is gebleken dat er in februari 2009 door VDM een brief van de fiscus is ontvangen over het onderzoek naar de fiscale aspecten (vennootschapsbelasting en dividendbelasting) van de PSA.

274. Op 6 maart 2009 stuurt Den Drijver een brief aan Vogel waarin staat dat "wij in goed onderling overleg hebben besloten vanwege omstandigheden die wij niet hebben kunnen overzien dat de beoogde samenwerking niet plaats te laten vinden". In deze brief staat verder o.a.:

"Partijen verklaren elkaar niets schuldig te zijn in verband met het beëindigen van de onderhandelingen. Van der Moolen zal wel een bedrag van € 375.000 aan GSFS Holding B.V. overmaken in verband met bepaalde kosten. Partijen verlenen elkaar hierbij over en weer finale kwijting.

*De heer Frank Vogel treedt met ingang van 1 april 2009 uit dienst van Van der Molen en verklaart niets te vorderen te hebben uit hoofde van deze arbeidsovereenkomst."*¹³⁷

In de boeken van VDM is het bedrag van EUR 375,000 opgenomen als "schadevergoeding".

275. Op dezelfde dag, 6 maart 2009, wordt een persbericht gepubliceerd met als aanhef en toelichting:

"Van der Moolen cancels acquisition deal GSFS

In reaction Richard den Drijver, CEO Van der Moolen, says: "As a result of the development of the market price of Van der Moolen shares in the last few months the intended participation ...will not lead to the intended positive impact on Shareholders Value of Van der Moolen As of today Van der Moolen will exclusively aim to extend its existing trading and brokerage activities.

Van der Moolen en Global Securities Finance Solutions Holding B.V. ("GSFS") emphasize that the partnership ... remains Unchanged (de PSA)."

276. Onderzoekers hebben geen vastlegging van de beraadslagingen tussen RvB en RvC hieromtrent kunnen terugvinden in de notulen. Wat zeker een overweging was voor het afblazen van de deelneming, zo hebben onderzoekers begrepen, is het feit dat in de letter of intent was afgesproken dat GSFS grotendeels in aandelen betaald zou worden waarbij de koers op 31 december 2008 bepalend zou zijn. Nu die koers lager was dan was ingeschat zou GSFS recht krijgen op aanvullende compensatie, hetgeen een verwatering voor bestaande aandeelhouders zou opleveren in de visie van

¹³⁶ Brief Mr. Frank 't Hart (Spigthoff) aan Paardekooper van 20 februari 2009.

¹³⁷ Brief Den Drijver aan Vogel van 6 maart 2009.

het management van VDM. Daarnaast spelen bovengenoemde omstandigheden een rol bij de besluitvorming terzake.

277. De Marez Oyens heeft onderzoekers gemeld dat *"GSFS uitgebreid is besproken in de RvC"*. Hij had er grote moeite mee, *"omdat hij het geen handel vindt en zich afvraagt of dit een maatschappelijk acceptabele vorm van business is. Het plan voorzag in een goedkeuring door DNB van de deelname in GSFS en instemming van AFM met de benoeming van Vogel"*. Volgens de Marez Oyens heeft hij op een zeker moment aangegeven dat *"het beter was om dit af te breken, het duurde te lang en VDM zou zeker niet gebaat zijn bij berichtgeving dat de toezichthouders hun goedkeuring of instemming zouden onthouden"*. Naar zijn zeggen was het belangrijkste argument naar buiten toe *"dat de business niet valide was. De impairment van het resultaat uit dividendarbitrage was zijns inziens een managerial beslissing gezien de discussie die maatschappelijk aan de gang was en waarbij de haalbaarheid steeds meer aan de kaak werd gesteld. De activiteit kwam uit de koker van Den Drijver en ingegeven door het aantrekkelijk rendement."*¹³⁸

Ook McNally realiseerde zich het *"high profile"* van deze activiteit, welke immers was verboden in Engeland en met ingang van 2007 ook in Frankrijk werd verboden. De RvC zou, aldus McNally, ook stil hebben gestaan bij de mogelijke belangentegenstelling rond Vogel bij toetreding tot de RvB.¹³⁹

Samenvatting

278. De samen met GSFS ondernomen dividendarbitrage activiteiten waren niet verboden, maar door toezichthouders werd er wel steeds kritischer naar gekeken. Er waren signalen in de markt dat partijen steeds voorzichtiger met dit soort transacties omgingen.
279. Gezien de bijdrage aan de winst die deze activiteiten in het eerste seizoen (januari tot juli 2008) al opleverden en de verliezen die er elders binnen VDM werden geleden is door de RvB bewust het risico genomen van mogelijke reputatieschade die met name de omvang van deze activiteiten kon opleveren.
280. Hoewel GSFS stelt dat VDM door het persbericht van 26 maart 2009 waarin VDM aankondigde de vorderingen op de diverse belastingdiensten af te boeken bijgedragen heeft aan het beeld dat deze activiteiten verlieslatend c.q. ongewenst zouden zijn, hebben onderzoekers kunnen vaststellen dat het besluit gefundeerd genomen is na daartoe dienend advies van experts.
281. Het project Zuid-Zeeland (de minderheidsdeelnemingen VDM in de 2 GSFS vennootschappen) werd enigszins prematuur (hoewel juridisch juist) in de markt aangekondigd, aangegaan op voor VDM ongunstige voorwaarden en had een aantal inherente belangen tegenstrijdigheden die in de voorliggende, nimmer getekende documentatie niet werden opgelost. Het versterkte de met de PSA gecreëerde indruk dat Vogel royaal werd beloond voor de door hem ingebrachte expertise maar dat de risico's, onder andere het reputatie risico, geheel voor rekening van VDM kwamen.
282. Daarbij hebben onderzoekers niet de indruk gekregen dat VDM controle had over de dividendarbitrage activiteiten noch over de daarmee gepaard gaande risico's.
283. Het afblazen van de participatie is in onderling overleg met GSFS gebeurd. Aan de kant van VDM speelde mee dat werd ingeschat dat project Zuid-Zeeland eerder een verwatering dan een positieve impact op het aandeel VDM zou hebben gezien het feit dat was voorzien dat GSFS het recht op meer aandelen VDM had als de koers onder EUR 4 zou zakken.

¹³⁸ Gespreksverslag de Marez Oyens, p. 7.

¹³⁹ Gespreksverslag Mc Nally, p. 2 en 3.

284. Vogel kreeg een steeds grotere rol te spelen bij VDM, groter dan de samenwerking met GSFS rechtvaardigde. Op zich was versterking van het management een valide doel. Onderzoekers hebben uit de opmerkingen van sommige van de geïnterviewden de indruk gekregen dat bij het afblazen van de deelneming in GSFS ook een rol heeft gespeeld dat er een zekere "clash of personalities" begon te ontstaan tussen Den Drijver en Kroon enerzijds en Vogel anderzijds.
285. Wat betreft de in het kader van de PSA ondernomen dividendarbitrage transacties kan worden gesteld dat ze wel een groot deel van de winst van VDM gingen bepalen en dat ze, gezien het interne onderzoek in Zwitserland, op het scherp van de snede zijn uitgevoerd. Naar aanleiding van de problematiek rond het verkrijgen van de vouchers in Duitsland kunnen vraagtekens geplaatst worden bij het risico management ter zake.

3. DE FINANCIËLE POSITIE VAN VDM

3.1 Inleiding

(a) Opzet hoofdstuk 3

286. De Ondernemingskamer heeft in haar beschikking van 5 juli 2010 een aantal vragen opgeworpen met betrekking tot de financiële positie van VDM. Zo vraagt de Ondernemingskamer zich in overweging 3.16 af *"in hoeverre de verslechterende financiële toestand van VDM is betrokken in de besluitvorming die ten grondslag lag aan de ontplooiing van arbitrage activiteiten, de inkoop van eigen aandelen onderscheidenlijk de aflossing van de achtergestelde leningen, dan wel of dat (telkens) tot heroverweging heeft geleid"*.¹⁴⁰
287. Voorts vraagt de Ondernemingskamer zich af in hoeverre VDM de ernstige risico's van de slechte liquiditeitspositie die zich eind 2008 voordeed adequaat heeft geadresseerd.¹⁴¹ Daarbij merkt de Ondernemingskamer op:

"De curatoren hebben in dit verband opgemerkt dat in het jaarverslag 2008, dat is uitgebracht op 9 april 2009, in de paragraaf Cash Flow "diverse waarschuwingssignalen ten aanzien van de liquiditeit" staan, maar dat die signalen "klaarblijkelijk niet op adequate wijze zijn opgepakt" en dat de algemene vergadering van aandeelhouders van Van der Moolen in mei 2009 nog tot verlenging van het inkoopprogramma van aandelen heeft besloten."

288. Gezien het feit dat de financiering van ondernemingen als VDM niet vergelijkbaar is met die van andere financiële instellingen willen onderzoekers in dit hoofdstuk eerst kort ingaan op de financiering van ondernemingen als VDM. In de rest van het hoofdstuk zal worden stilgestaan bij enkele specifieke zaken op basis van het door de Ondernemingskamer gestelde vragen: in hoofdstuk 3.2 zullen onderzoekers ingaan op de bewaking van de liquiditeitspositie van VDM, in hoofdstuk 3.3. zullen zij aandacht besteden aan het aflossen van achtergestelde leningen in 2008, in hoofdstuk 3.4 aan de inkoop van eigen aandelen in 2008 en in hoofdstuk 3.5 gaan onderzoekers in op de gang van zaken rond de kredietfaciliteit van KBC.

(b) Financiering VDM

289. De activiteiten van VDM richten zich naast bemiddeling bij effectentransacties voor cliënten voornamelijk op de handel in effecten. Het bemiddelen bij effectentransacties voor cliënten vergt in beginsel geen kapitaal. De afwikkeling van deze transacties wordt verzorgd door een clearinghuis (zie hierna), maar komt voor rekening van de cliënt. Bij deze activiteit worden door VDM geen posities op eigen rekening ingenomen en de beloning voor VDM bestaat uit een commissie die de kosten moet dekken en zodoende een bijdrage aan het resultaat kan leveren. Indien door VDM uit hoofde van service voor de cliënten wel een positie wordt ingenomen, dan valt deze activiteit onder het begrip handel of trading. Posities kunnen ingenomen worden uit hoofde van een rol als liquidity provider of als zogenaamde proprietary trader, welke rollen beide door VDM werden vervuld. De maatschappelijke toegevoegde waarde van deze (speculatieve) activiteiten kan kort worden samengevat als een bijdrage aan de liquiditeit van effectenmarkten (het op elkaar afstemmen van vraag en aanbod) en de juiste prijsvorming op deze markten. Naast een optimale infrastructuur (state of the art ICT, risk management) en goede handelaren is vanzelfsprekend ook een buffervermogen nodig omdat de activiteiten risicovol zijn.

¹⁴⁰ 3.16 Beschikking.

¹⁴¹ 3.17 Beschikking.

290. Bij de afwikkeling van de ingenomen posities op de effectenmarkten wordt een clearingorganisatie ingeschakeld die de levering en betaling verzorgt van aan- en verkopen en die zorg draagt voor de bewaring van de effecten die op een effectenrekening of clearingaccount worden geadministreerd. Deze clearingorganisatie vermijdt koers- en marktrisico door erop te letten dat de waarde van de geadministreerde effecten per saldo positief blijft. Deze overwaarde wordt doorlopend bewaakt door de posities te waarderen tegen geldende marktprijzen, hetgeen in het jargon van de effectenhandel "net liq" wordt genoemd. Omdat de prijzen volatiel zijn wordt door het clearinghuis met behulp van allerlei gecompliceerde risicoberekeningen een "noodzakelijke" overwaarde berekend die door haar klanten boven de net liq moet worden aangehouden (de "haircut"), om zo het marktrisico af te dekken. Door het salderen van tegengestelde posities kan deze haircut worden beperkt. Onderzoekers hebben uit het jaarverslag van Curvalue 2004 opgemerkt dat Curvalue in 2004 streefde "naar een ratio van minimaal 2:1 voor het aansprakelijk vermogen ten opzichte van de haircut".
291. Het moge duidelijk zijn dat de beschikbaarheid van eigen vermogen en liquiditeit bepalend is voor het volume van de activiteiten. Voor een inzicht in (het verloop van) het beschikbare vermogen van VDM wordt verwezen naar het volgende overzicht:¹⁴²

	2006	2007	2008
Share capital	3.9	3.9	3.6
Share premium	230.9	220.5	207.6
Treasury shares	(2.5)	(2.5)	(19.1)
Fair value reserve	3.2	1.1	-
Cum. Trans. Adj. reserve	(14.7)	(11.4)	(13.10)
Pref. shares div. reserve	4.0	3.4	3.5
Accumulated deficit	(9.5)	(96.5)	(115.5)
	215.3	118.5	67.0
Minority interest	4.7	-	-
Total equity	220.0	118.5	67.0
Goodwill	45.6	26.7	23.7
Other intangible assets	39.3	16.9	11.5
	84.9	43.6	35.2
"Original own funds" (buffer)	135.1	74.9	31.69

292. DNB is Basel II met ingang van 2008 gaan toepassen (zie ook nrs. 321 e.v.). Basel I voorziet slechts in een solvabiliteitsbuffer voor kredietrisico en marktrisico (onder andere haircuts). Het saldo is het surplus/manco volgens "Pillar I" in het kader van Basel II. Het Basel II regime voorziet voorts in een verplichting om intern overige risico's in kaart te brengen, het Internal Capital Adequacy Assessment Process ook wel ICAAP genoemd. Het saldo dat rekening houdt met de overige risico's inclusief ICAAP is het surplus/tekort volgens Pillar II. In het kader van ICAAP is er binnen VDM een discussie over het kapitaalbeslag voor operationeel risico (het operationeel risico wordt bepaald door de omzet). De vraag is of de bonussen in aftrek mogen worden gebracht, hetgeen blijkt uit een ten behoeve van de RvC opgestelde prognose van de Basel II rapportage van 30 juni 2009.¹⁴³ Onderzoekers hebben vastgesteld dat de proefrapportage niet is besproken met DNB en dat geen

¹⁴² Jaarverslagen VDM 2006, 2007 en 2008.

¹⁴³ Capital Calculation Basel II prognose 30 juni 2009.

initiatieven zijn genomen om in een dialoog met DNB helderheid over de interpretatie van deze principes te krijgen.

3.2 De (bewaking van de) liquiditeitspositie van VDM

293. Indien de handel naar verwachting verloopt kunnen de activiteiten van VDM met relatief weinig vermogen dan wel liquiditeit worden ontplooid. Realisatie van net liq levert na aftrek van de lopende kosten liquiditeiten op. Indien de net liq achterblijft moet de haircut van het clearinghuis echter uit een liquiditeitsreserve worden gefinancierd door cash over te maken naar de clearing. De net liq zou als stand van nog niet gerealiseerde bruto omzet kunnen worden betiteld, in die zin kan een handelshuis in effecten zelfs een negatieve omzet vertonen. Het is duidelijk dat voor de continuïteit een buffer c.q. een eigen vermogen nodig is die snel liquide gemaakt kan worden dan wel een zekerheid vormt voor kredietfaciliteiten.
294. De clearinghuizen van VDM (in 2009 zijn dit KBC voor Amsterdam, Duitsland en Zwitserland, Goldman Sachs en Merrill Lynch voor Groot-Brittannië en VS en Pershing voor brokerage VS) houden de posities voor rekening van VDM doorlopend bij en rapporteren dagelijks over de stand van de net liq en de haircut die zij berekenen over deze posities. Risk management en de financiële administratie volgen deze rapportage op de voet. Eventueel kunnen op goede gronden en voor intern gebruik afwijkende berekeningen gemaakt worden. Dit doet niet af aan het uitgangspunt dat er altijd een positief saldo moet zijn van de net liq, verminderd met de haircut en de aangehouden cash of het beschikbaar krediet. Voor het liquiditeitenbeheer is dagelijkse rapportage van vitale betekenis. Het feit dat VDM niet over een risicomanagementsysteem beschikte dat erin voorzag dat alle posities doorlopend (real time) gevolgd konden worden doet er niet aan af dat VDM dagelijks de meest relevante informatie over haar liquiditeitspositie heeft ontvangen.
295. De net liq kan ook gedefinieerd worden als (nog niet gerealiseerde) bruto omzet. De net liq en het gerealiseerde resultaat kunnen per individuele handelaar of groep handelaren op basis van de beschikbare informatie worden bepaald. Bij de bewaking van de liquiditeitspositie moet rekening worden gehouden met kosten. Deze kosten hebben betrekking op de salarissen van de handelaren, de aan handelaren toe te rekenen bonussen, facilitaire kosten (huisvesting, IT, informatiekosten van dataleveranciers, clearingkosten etc.) en de kosten van staven en andere overheadkosten. Bij VDM vormen de bonussen de belangrijkste kostenpost.
296. De handelsresultaten zoals net liq minus haircut, de disposities (gerealiseerde net liq) en andere gerapporteerde risico's werden (op basis van de clearinginformatie en/of interne back-office systemen) dagelijks door de afdeling Group Risk Management per business unit gerapporteerd aan (onder andere) Den Drijver, de zogenaamde Group Presidents en enkele leden van de financiële staf.¹⁴⁴ De gerapporteerde informatie heeft betrekking op de stand van zaken op de voorgaande dag (t-1). Met deze informatie, in combinatie met de begroting, kon en werd, met een zekere marge voor onzekerheden uit hoofde van de toerekening van bonussen en desk charges, naar het onderzoekers voorkomt, de vinger aan de pols gehouden van zowel de liquiditeitspositie en -ontwikkeling als van de resultaten van de onderneming.

3.3 Het aflossen van achtergestelde leningen in 2008 in de VS

297. In 2006 en 2007 gaat veel aandacht uit naar de gang van zaken bij VDM Specialists in de VS. De inkomsten in 2006 blijven achter bij de begroting en per saldo wordt verlies gemaakt. Deze situatie vergde veel management aandacht. Het handelssysteem van de NYSE schakelde in stappen over (zoals ook in Europa) op een elektronisch boek waardoor de "privileges" van de specialist grotendeels komen te vervallen. Ook daar neemt de behoefte aan transparantie enorm toe en gaan proprietary traders een grotere rol spelen.

¹⁴⁴

Bron van diverse documenten die mevrouw Moos onderzoekers beschikbaar heeft gesteld.

298. De RvC volgt de ontwikkelingen nauwlettend. In 2007 moet VDM Specialists weer gaan bijdragen aan het resultaat en er worden vele initiatieven genomen om het tij ten goede te keren. VDM vergroot haar grip op de organisatie in New York, Den Drijver volgt Fargenson op als CEO van VDM Specialists en VDM Specialists trekt zich gedeeltelijk terug uit de "vloerhandel". Deze maatregelen worden in een persbericht op 1 februari 2007 bekend gemaakt. Het persbericht vermeldt:

"Van der Moolen N.V. today announced a reorganisation at Van der Moolen Specialists USA... With immediate effect, VDMS will cut its workforce with 28% from a total of 192 employees back to 139.

The restructuring should realise a cost saving of approximately \$ 2,7 million in 2007 and \$ 4,48 million in 2008."

299. Volgens de notulen van de RvC van 2 maart 2007 worden er besprekingen geëntameerd met andere "specialists" samen te werken om synergie en schaalvoordelen te onderzoeken. Ook zal de trading software van een collega in een "life" omgeving worden getest. In deze vergadering verklaart Den Drijver:

".... -for the following reasons- he had the opinion that this was not the right moment to divest all specialists activities at NYSE:

- (i) ... a further NLA reduction for the specialists industry can be expected in the near future;*
- (ii) change of trading rules of NYSE which will be favourable for the specialist industry;*
- (iii) improvement of the quality of traders...as a result of professional assessment procedures or hiring new traders;*
- (iv) improvement of trading software...by hiring IT consultants with an excellent track record."*

De RvC dringt aan op snelheid door focus en adviseert de aantredende CFO te betrekken in *"this very important project"*.

300. In een presentatie voor de RvC van 14 mei 2007 worden voor VDM Specialists nog negatieve operationele inkomsten geprojecteerd voor Q1 (USD 5.212 K), Q2 (USD 5.171 K) en Q3 (USD 246 K). In Q4 moet VDM Specialists USD 2.220 K gaan bijdragen.
301. In 2007 staat ook de mogelijkheid om het aandeel VDM te "delisten" van NYSE op de agenda van de RvC, omdat delisting aanzienlijke kostenbesparingen kan meebrengen. Een notering om nieuwe aandelen uit te geven lijkt niet meer opportuun maar eventuele negatieve effecten van de delisting voor de activiteiten van VDM Specialists moeten worden afgewogen. Er wordt in de vergadering van de RvC van 4 juni 2007 echter vastgesteld, op basis van een advies van Davis Polk & Wardwell, dat er geen juridische beletsels zijn om dit traject in te gaan.
302. In de RvC vergadering van 14 mei 2007 informeert Wolfswinkel de vergadering over de positief bijgestelde verwachte operationele resultaten voor Q3 (USD 2,9 miljoen) en Q4 (USD 5,2 miljoen). Den Drijver geeft een gedetailleerde presentatie over de stand van zaken bij VDM Specialists, er wordt stilgestaan bij IT, HR, de structuur van R(isk) M(angement) en Trading Rules. Ook de kapitaalvereisten en het kostenpakket van VDM Specialists worden toegelicht. De voorzitter van de RvC laat aantekenen in de notulen van deze RvC vergadering dat:

"Mr. Den Drijvers achievements were developing in the right direction."

Op de vraag van de voorzitter of het management controle heeft over de operaties in de VS ondanks de ontslagen antwoordt Den Drijver:

"...both the staff of the Floor was reorganised and also the upstairs trading department. He .. said that the Company was still in control."

In een persbericht van 16 augustus 2007 wordt bij een update bij de Q2 cijfers vermeld: "Restructuring US organization on track." Hierbij merkt Den Drijver op: "In the second quarter of 2007 we have taken a series of measures to right size and tailor....to the full implementation of the NYSE Hybrid system. ...we target for profitability in the second half year of 2007."

303. Ook in de RvC vergadering van 13 augustus 2007 worden de ontwikkelingen bij VDM Specialists door de CEO en CFO weer toegelicht. De voorzitter vat als volgt samen:

"The Executive board aims to realize a break even result in Q3 2007 and for Q4 2007 the target is to report a profit again."

304. De vooruitzichten van VDM Specialists worden echter niet beter. In oktober 2007 vertrekken Den Drijver, Wolfswinkel en Kroon gezamenlijk naar New York om de situatie in de VS en in het bijzonder bij VDM Specialists ten principale te evalueren. In een door Kroon opgesteld verslag wordt het volgende vermeld:

"Ik ben blij dat ik de situatie in NY goed heb kunnen bekijken.... Eerst de ochtend meeting met de handelaren van de vloer, wat mij daarbij opviel was de behoudende houding van diverse personen, geen zelfvertrouwen en dat is killing voor een trader. De Nederlandse jongens, goed voorbereid en een uitstekende rapportage daarna de vloer op wat ik daar tegenkwam overtrof mijn verwachtingen helemaal, het is nog veel erger dan ik dacht dat het zou zijn, HIER KAN JE ABSOLUUT GEEN GELD VERDIENEN, slechte informatie, achterstand in informatie, geen informatie over enige order flow, geen contact met de mensen die de orders moeten uitvoeren op de vloer. OP DEZE MANIER KAN JE GEEN GELD VERDIENEN. Advies zo snel mogelijk STOPPEN. Terug op kantoor vergadering met Richard, Michiel en HK, alle onderdelen besproken en tot de conclusie gekomen dat we in New York op de vloer niets meer te zoeken hebben. Actie wordt ondernomen door Richard en Michiel"¹⁴⁵

Voor off-floor trading wordt nog wel perspectief gezien door Kroon.

305. In een presentatie voor de RvC op 13 november 2007 wordt genotuleerd:

"... that notwithstanding the recent reduction of personnel, VDMS will not be profitable in Q4.....VDMS is not considered a core business in VDM's group strategy anymore. The Executive Board further explained that VDMS is at risk to break through its covenants. Delisting from NYSE, deregistration under the Securities Act of 1934 and terminating the activities of VDMS will lead to a reduction of costs and professional fees at Group level..... For these reasons The Executive Board recommended the Supervisory Board to agree with the Executive Board's proposal to enter into the process of delisting and deregistration of VDM from the NYSE and to terminate the activities of VDMS. The best traders of VDMS will be trained and registered to CBSX. The Supervisory Board agreed with this proposal."

Aldus wordt besloten en Den Drijver, Wolfswinkel en Seinstra worden geautoriseerd naar beste inzicht deze beslissing uit te voeren.

306. De door VDM ontwikkelde technologie om onder het nieuwe regime op de NYSE als market maker liquiditeit toe te voegen blijkt niet naar verwachting te werken c.q. blijkt onvoldoende snel en intelligent ten opzichte van wat de concurrentie te bieden heeft. VDM kan blijkbaar ook niet de hand

¹⁴⁵ Verslag van Kroon van 10 november 2007.

leggen op de goede handelaren, kampt met hoge kosten en het ontbreekt ter plaatse aan een adequaat management team.

307. Nadat een koper is gevonden (voor een nominaal bedrag) van de handelsrechten op NYSE wordt dit proces snel en efficiënt afgerond en worden de handelsposities in het "trading book" gesloten. Alhoewel het besluit om met VDM Specialists te stoppen ten koste gaat van substantiële afboekingen (goodwill en geactiveerde belasting latenties) wordt door deze belangrijke aanpassing van de strategie weloverwogen afscheid genomen van een bedrijfsonderdeel dat buitengewoon veel management aandacht heeft vereist en desondanks veel weg heeft van een zogenaamde "bleeder". Met het afscheid van VDM Specialists verruimt de liquiditeitspositie van VDM aanzienlijk omdat het aan de ingenomen posities gebonden kapitaal vrij komt. De activiteiten van VDM Specialists bonden, als gevolg van de in New York geldende regels, namelijk veel kapitaal. Voor een deel werd daarin voorzien door in de markt achtergestelde leningen op te nemen. Volgens het Jaarverslag 2008 van VDM (Consolidated cash flow statements) zijn deze achtergestelde USD leningen tot een bedrag met een tegenwaarde van EUR 43,4 miljoen vervolgens afgelost, zoals in de betreffende leningsovereenkomsten is voorzien in geval van liquidatie of verkoop van de onderliggende activiteiten.
308. E&Y bevestigen de verplichte aard van het terug betalen van de achtergestelde leningen in het "Audit Committee Report on the 2007 IFRS Financial Statements" van 23 april 2008 gericht aan de RvC en de RvB, waarin zij stellen dat VDM Specialists na de:

"termination of the specialist business...and the sale of specialist assignments to...on December 17, 2007... no longer a specialist in good standing with the New York Stock Exchange. Per its outstanding subordinated debt agreements, this event meets the definition of a default event. As such, the Company is contractually required to repay its subordinated debt within 60 days i.e. by the end of January 2008."

Ook de curatoren hebben de onderzoekers bevestigd dat de aflossing van de achtergestelde leningen onvermijdelijk was met verwijzing naar het 20F statement.

3.4 De inkoop van eigen aandelen in 2008

309. Op de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders bij beursgenoteerde vennootschappen is instemming van aandeelhouders met (onder andere) een terugkoop van uitgegeven aandelen min of meer een standaard agendapunt. Zo ook bij VDM. In 2007 is door de AvA van VDM ingestemd met en heeft zij aan de RvB machtiging gegeven om, tot een maximum van 10% van het geplaatste kapitaal (conform de geldende wetgeving) uitstaande gewone aandelen terug te kopen.
310. In een notitie van 4 juni 2007 hebben onderzoekers een voorstel aangetroffen van de RvB aan de RvC om over te gaan tot een aandelen inkoop programma met als verklaring:

"The share repurchase will be regarded as a shareholders value enhancing event. This event, especially when the timing is coupled with a potentially turn in VDM's business would contribute to a better shareholders appreciation of VDM.

The shares re-purchased will remain issued and will not be revoked. The shares re-purchased will be used to avoid potentially dilutive events scheduled for the next quarters.

These events are:

- *The scheduled issue of shares under Curvalue Earn-out Arrangement (1175965 shares);*
- *A foreseen, but not yet SB approved, issue of shares to VDM key staff. This plan, which is currently under development, provides issuing shares to key staff as a retention mechanism... The Plan will be submitted to the SB for approval."*

311. Dit memo was niet geagendeerd voor de RvC van 14 juni 2007 maar het onderwerp stond echter wel op de agenda van de RvC vergadering van 13 augustus 2007. Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen dat in die vergadering een besluit is genomen. Waarschijnlijk heeft de RvC (formeel of informeel) een positief standpunt ingenomen over de inkoop van aandelen. Op 23 januari 2008 meldt de RvB dat juridisch advies heeft uitgewezen, dat alhoewel VDM in een zogenaamde gesloten periode zit, een aandeleninkoop programma mogelijk is. De RvB vraagt toestemming aan de RvC om, tot het maximum dat door de AvA is bepaald, een inkoopprogramma te starten. De RvC stemt daar in toe, *"to be started as soon as possible"*. In dezelfde vergadering wordt ook besproken het voornemen van de RvB om na deze inkoop weer een volgende te starten van 10% en (onder meer) daarvoor een buitengewone aandeelhoudersvergadering bijeen te roepen.
312. In de RvC vergadering van 23 januari 2008 komt ook de begroting voor 2008 aan de orde. Het grote verlies over 2007 als gevolg van VDM Specialists en de eenmalige kosten verbonden aan de beëindiging van deze activiteit (afschrijving goodwill, handelsrechten en geactiveerde belasting), nemen niet weg dat de voortgezette activiteiten een netto resultaat hebben opgeleverd van EUR 7,2 miljoen. Voor 2008 wordt een netto resultaat verwacht van EUR 19,6 miljoen. Dividendarbitrage is in deze prognose nog niet meegenomen evenmin als andere activiteiten die op de rol staan. De presentatie van het budget eindigt met de volgende conclusie:

"VDM has:

- completed a turn around process*
- terminated its loss making activities*
- an experienced EB and a strong operational Management Team*

VDM is:

- Profitable and cash flow positive*
- Cash rich and unleveraged*
- Executing a forward integration strategy which will enhance shareholder value"*

313. Op 24 januari 2008 wordt het besluit het inkoop programma te starten in een persbericht naar buiten gebracht. Het doel is:

"to further optimize the capital structure of the group, reduce the cost of capital, while retaining sufficient capital to fund the significant growth plans as well as to retain a small war chest for potential acquisitions"

Het betreft 4,6 miljoen aandelen met een waarde tegen de geldende koers van EUR 9,2 miljoen. Seinstra adviseert de uitvoering van het programma uit te besteden om reputatie problemen te voorkomen. Dit advies wordt niet opgevolgd en Den Drijver stuurt zelf het programma aan, effectenhandel zou immers de core business zijn van VDM zo valt te lezen.

314. In de periode daarna volgen regelmatig persberichten over de stand van zaken van het programma. Op 22 februari 2008 worden de voorlopige cijfers over het financiële jaar 2007 met een persbericht naar buiten gebracht, het verlies dat wordt vermeld bedraagt EUR 80,3 miljoen. Duidelijk wordt aangegeven dat dit verlies is ontstaan door het discontinueren van activiteiten en eenmalige kosten. Exclusief deze kosten zou het resultaat uit voortgezette activiteiten op EUR 12,7 miljoen uitkomen. Op 10 maart 2008 komt het bericht dat het inkoopprogramma is afgerond. De gemiddelde inkoopprijs bedraagt EUR 2,96. Aan het programma is in totaal EUR 12.860.419 besteed.
315. In de RvC vergadering van 18 maart 2008 wordt de agenda ten behoeve van de AvA besproken. Vastgesteld wordt dat het agendapunt ten aanzien van de inkoop van aandelen zo geïnterpreteerd kan worden dat de AvA wordt gevraagd in te stemmen met een voorstel dat niet voorziet in een maximum, hoewel de RvB een voorstel heeft beoogd met een maximum van 10%. Besloten wordt

dat Arentsen zal toelichten dat het voorstel een machtiging betreft voor de inkoop van maximaal 10% van de uitstaande gewone aandelen. Dit voorstel wordt door de AvA op 22 mei 2008 goedgekeurd.

316. Op 13 juni 2008 wordt via een persbericht bekend gemaakt dat VDM van plan is om, tot een maximum van 10%, haar gewone aandelen in te gaan kopen. Het doel is om de aandelen te verkrijgen voor de toekomstige "incentive" plannen, daarnaast worden potentiële acquisities als reden voor de inkoop genoemd. Uit een persbericht van 25 juni 2008 blijkt dat het inkoopprogramma is gestart. Op 21 juli 2008 meldt VDM dat het inkoopprogramma is afgerond. In totaal zijn 4.411.188 aandelen ingekocht voor een totaal bedrag van EUR 16.543.730 bij een gemiddelde prijs van EUR 3,88 per aandeel. Op 28 juli 2008 kondigt VDM in een persbericht goede tweede kwartaal resultaten aan van EUR 9 miljoen, vergeleken bij een verlies van EUR 8.7 miljoen in het tweede kwartaal van 2007 en op 12 augustus wordt een "*operating profit*" van EUR 21 miljoen voor het eerste halfjaar 2008 bekend gemaakt.
317. Door in twee programma's aandelen in te kopen in het eerste halfjaar van 2008 komt ruim EUR 29,4 miljoen ten laste van het eigen vermogen. Hoewel daar wel sprake van is geweest heeft VDM geen financiering aangetrokken voor deze inkoopoperatie. Onderzoekers stellen vast dat hiermee niet alleen de "masse de manoeuvre" voor het handelsbedrijf is aangesproken maar ook de continuïteitsbuffer voor onvoorziene tegenvallers is verminderd.
318. Bij de besprekingen over zowel het eerste als het tweede aandeleninkoopprogramma hebben onderzoekers in de agenda's, noch in de notulen van de RvB en RvC vergaderingen (of beschikbare bijlagen) een analyse terug kunnen vinden van de vermogens- of liquiditeitspositie ter onderbouwing van de besluitvorming. Vast staat echter wel dat door het beëindigen van VDM Specialists, ook na aftrek van de terugbetaling van de achtergestelde leningen ten bedrage van EUR 43,4 miljoen, een groot bedrag aan werkkapitaal vrijvalt. Tevens zij vermeld dat uit een persbericht van 7 februari 2007 volgt dat VDM, tegen de uitgifteprijs, de Cum Prefs A van Ducatus N.V. heeft teruggekocht voor een totaal bedrag ad. EUR 10.405.148. Zie nr. 402 voor een verklaring voor die inkoop.
319. Onderzoekers hebben gekeken of er indirect iets over de besluitvorming ten aanzien van de inkoopprogramma's gezegd is. Ten eerste stellen zij vast dat het ambitieniveau ongewijzigd bleef. In de RvC vergadering van 23 januari 2008 presenteert de RvB het budget 2008 dat wordt goedgekeurd en dat op hoofdlijnen als volgt kan worden samengevat:

"Revenues	€ 147,367,000	100%
Exch., Clearing, Brokerage fees	€ (39,023,000)	26%
Fixed Employee benefit expenses	€ (21,346,000)	14%
Variable Employee benefit expenses	€ (32,611,000)	22%
Other operational expenses	€ (27,743,000)	19%
EBIT	€ 26,643,000	19%
Interest, Tax	€ 7,079,000	4%
Net result before Min. Interest	€ 19,564,000	13%
Minority Interest	€ 493,000	0%
Net result	€ 19,071,000	13%

Een substantieel deel van de kosten zijn niet variabel dan wel gerelateerd aan het innemen van handelsposities waarvan achteraf moet blijken dat deze bij dragen aan de baten.

320. Over het jaar 2007 bedragen de baten (revenues) uit voorgezette activiteiten EUR 110.400.000. De baten uit niet-voortgezette activiteiten bedragen EUR 33.900.000. Onderzoekers stellen vast dat het ambitie niveau van VDM, na het sluiten van VDM Specialists, ongewijzigd blijft. Nieuwe

initiatieven, zoals de aankoop van Robbins & Henderson, de samenwerking met GSFS, de uitrol van Online Trader op de retailmarkt, nieuwe vestigingen (onder andere Gibraltar, Milaan, Cyprus, Dubai en Hong Kong) dragen bij aan deze indruk.

321. Vervolgens hebben onderzoekers gezien of er ruimte was voor een inkoopprogramma in het kapitaalbeslag zoals dat door DNB werd voorgestaan. Reeds in 2007 wordt duidelijk dat DNB haar toezicht op financiële instellingen intensiveert. Basel II wordt effectief en aangevuld met ICAAP. Uit het volgende citaat uit de notulen van de Audit Committee van 1 oktober 2008 blijkt dat VDM hierop niet anticipeert en vertraagd reageert:

"Important to know is that Van der Moolen is defined as an investment firm under Dutch law, which implicates that Basel II/ICAAP will apply as of July 1, 2008. Mrs. Moos informs the meeting that VDM has started with a delay on Pillar II ICAAP reporting, but that ICAAP will be fully integrated before year-end. Pillar I has been reported in time. DNB has been informed and has communicated to be comfortable with this."

322. ICAAP is een self-assessment van de risico's waarbij wordt bepaald hoeveel extra kapitaal wordt aangehouden voor de risico's, in aanvulling op de reguliere solvabiliteitsnormen van DNB. Dit self-assessment is onderwerp van overleg met DNB, die aan de uitkomst haar instemming moet verlenen. Bij ICAAP komen onder andere de operationele risico's en renterisico's aan de orde.
323. Basel II voorziet niet in specifieke liquiditeitsnormen: deze komen in Basel III pas aan de orde. Zoals opgemerkt in hoofdstuk 3.2, bewaakt VDM haar liquiditeitspositie met een rapportage over de "dispositieruimte", dat wil zeggen de som van net liq, verminderd met de haircut (verhoogd met een factor die clearing instellingen uit prudentiële overwegingen kunnen opleggen) en vermeerderd met de kasmiddelen aangehouden bij de clearinghuizen en banken. De Marez Oyens meldt dat deze dispositieruimte regelmatig aan de orde komt in de RvC. Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen dat dit onderwerp regelmatig werd geagendeerd. Ook in de notulen van de RvC is door onderzoekers weinig teruggevonden van deze informatie uitwisseling. In de notulen van RvC van 1 oktober 2008 (na de val van Lehman etc.) wordt echter wel het volgende vermeld:

"Mrs. Moos hands over a liquidity/cash planning overview, which shows an amount of € 2,781 million as free cash available for investments Mrs. Moos emphasizes that this figure represents a worst case scenario, because receivables (like € 40m receivable taxes, tax reclaims) are not included. VDM is not really suffering from the international crisis on financial markets, but mostly from haircut and net liq requirements."

324. Het is niet aan onderzoekers om op basis van een stress test aan te geven wat het minimale bedrag zou moeten zijn voor de "original own funds" (zie hoofdstuk 3.1) en de zogenaamde "dispositieruimte" (net liq minus haircut). De effectenhandel, zowel voor de market maker als voor de proprietary trader, kan riskant zijn. Kenmerkend voor deze activiteiten is dat open posities worden ingenomen waarvan de uitkomst door koersontwikkelingen wordt bepaald. Met zogenaamde hedging technieken kan het risico worden gemanaged, maar niet volledig worden weggenomen. Derhalve is voor de continuïteit van het bedrijf een vermogensbuffer essentieel. Eveneens is een liquiditeitsbuffer van belang wanneer door marktomstandigheden de dispositieruimte plotseling kan afnemen. In een dergelijk geval moet er extra liquiditeit worden aangehouden bij het clearinghuis.
325. In de RvC vergadering van 8 juni 2009 zijn "Solvabiliteitseisen VDM" geagendeerd. Ten behoeve van de RvC vergadering van 23 juni 2009 wordt een cijferopstelling "capital Calculation Basel II prognose 30 juni 2009" gemaakt naar aanleiding van de actiepuntenlijst. Als "original own funds" (zie hoofdstuk 3.1) resteert EUR 24,7 miljoen, de haircut wordt geschat op EUR 6 miljoen. Voor operationele risico's is een kapitaal beslag van EUR 9,3 miljoen (worst scenario) of EUR 6 miljoen (optimistic scenario) ingeboekt. Dit verschil betreft de behandeling van bonussen bij de bepaling van

de relevante omzet maatstaf. Voor overige risico's onder ICAAP zaken is een additionele buffer opgenomen voor een worst case en een optimistic case scenario. Per saldo resteert een kapitaal surplus, althans volgens deze cijferopstelling van EUR 2,8 miljoen (worst scenario) en EUR 8,1 miljoen (optimistic scenario). Zie hiervoor **Bijlage 11**, deel 1. In Bijlage 11 is ook de cash prognose toegevoegd met de handgeschreven aantekening van Moos, zie nummer 338.

326. In het kader van de opdracht van de RvC aan E&Y d.d. 26 juni 2009 om een zogenaamd feitenrapport op te stellen naar aanleiding van de halfjaarcijfers heeft E&Y ook gekeken naar de ICAAP rapportage en het risk management systeem.
327. Wat het risk management systeem betreft rapporteren E&Y:

"We noted that this system does not assess historical changes in the value of exposures, including its volatility or standard deviation, either by observing the exposures themselves or by using a model and observing the historical changes and volatility of the inputs of the model. In other words the risk management system does not look in the probability that computed scenarios like changes in underlying value, volatility, interest changes will be realised. Without knowing the probability distribution of changes in the value of an exposure it is hard to quantify risk."

E&Y stelt vast dat VDM een "workaround solution" gebruikt om de kapitaalbehoefte voor marktrisico's te berekenen dat wil zeggen zich verlaat op de haircut berekening van haar clearing instituut.

328. Wat betreft de stand van zaken rond de inmiddels naar DNB verzonden ICAAP rapportages constateert E&Y dat diverse financiële gegevens (nog) niet correct zijn opgenomen en dat niet alle risico's beoordeeld zijn (zoals de investering in Avalon, CBSX, pensioenen en banktegoeden). Beide soorten verschillen kunnen wat het kapitaalbeslag betreft oplopen tot "a range of several hundreds of thousands".
329. Wat de "workaround solution" betreft wordt door E&Y opgemerkt dat deze methode door de toezichthouders alleen geaccepteerd wordt voor optie en warrant portefeuilles en in het bijzonder niet voor aandelen portefeuilles. Bovendien is expliciet instemming van DNB vereist om deze "workaround solution" te hanteren. Overigens vermeldt E&Y nog dat als VDM van mening is dat de toegepaste haircuts (van de clearing) te hoog zijn er een eigen verantwoordelijkheid is voor VDM. *"If the haircut is not an adequate reflection of the risk it should calculate the risk itself by using a model that is recognised under Basel II."*
330. Tot slot vermeldt E&Y nog dat binnen VDM nog een discussie loopt over de definitie van de basis (omzet/revenu) waarover het operationele risico moet worden berekend (in- of exclusief bonussen, niet voortgezette activiteiten etc.) zonder daar een kwalificatie aan te geven. Overigens is niet uit te sluiten dat bij een modelmatige benadering de haircut ook lager uit zou kunnen komen dan bij een work-around benadering.

3.5 De gang van zaken rond financiering in het algemeen

331. VDM had oorspronkelijk kredietfaciliteiten bij ABN AMRO en ING. Al dan niet na een discussie over de condities en convenanten werden deze faciliteiten op de vervaldata niet verlengd. De kredietovereenkomst tussen KBC en VDM Holding dateert van 29 oktober 2007. Hij bedroeg oorspronkelijk EUR 15 miljoen en is conform de overeenkomst eind april 2009 teruggebracht tot EUR 10 miljoen.
332. De RvB gaf geen prioriteit aan het verkrijgen van additionele kredietfaciliteiten. In het vroege voorjaar van 2008 verwijst Van den Berg de heer Kaptein door naar Wolfswinkel als iemand die een

lening van "bijna Euro 500 miljoen"¹⁴⁶ had aangeboden (maar wiens naam ook opduikt in niet doorgegane financiering van andere beursfondsen). In de RvB van 11 maart 2008 werd besloten:

" ...to cancel the loan Agreement with Mr. Kaptijn due to the fact that Mr. Kaptijn had asked VDMH to pay him a certain amount of monies in order to make the agreed loan amount available to VDMH. VDMH then no longer believed the transaction be a sound one. Yesterday Mr. Wolfswinkel and Mrs. Seinstra telephoned the AMF and explained the matter. Mr. Arentsen has been informed."

Het afblazen van de lening leidde tot ongewenste disclosure aan de markt, in de vorm van een persbericht van 12 maart 2008, waaruit blijkt dat VDM ook de AFM heeft ingelicht, hetgeen het vermoeden oproept van een "scam". Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen op welke motieven deze belangstelling voor extra financiële ruimte was gebaseerd. Ook een relatie met het aandeleninkoop programma is niet vastgesteld.

333. Voor de AvA van 7 mei 2009 was een inkoopmachtiging geagendeerd van 25%, hetgeen mogelijk werd na een wetswijziging die toestaat tot 50% eigen aandelen in te kopen. Op de vergadering zelf werd door de Voorzitter aangegeven dat men naar aanleiding van de toelichting bij de agenda vanuit de markt begrepen had dat er bezwaren waren tegen dat percentage en is aandeelhouders de mogelijkheid gegeven toch voor de gebruikelijke 10% machtiging te stemmen. Hoewel dit als tegemoetkoming aan aandeelhouders werd gepresenteerd is er verder geen motivering voor de machtiging gegeven, hetgeen overigens naar geldende praktijk niet ongebruikelijk was.
334. Begin 2009 is er opnieuw belangstelling voor een versterking van de financiële spankracht. Blaauwendraad draagt een voorstel aan voor een converteerbare lening van EUR 20 miljoen met een looptijd van drie jaar en een (half)jaar coupon van 12%. De lening zou verstrekt worden door Prolanium, een holding maatschappij uit Cyprus. Bij de behandeling van dit voorstel van de RvB in de RvC vergadering van 13 januari 2009 wordt als reden om de lening op te nemen genoemd (i) de cash betaling als onderdeel van de deal om in GSFS te participeren, (ii) een beoogde verhoging van de leverage waardoor de net liq kan toenemen, en (iii) de vervanging van de beoogde kredietlijn van EUR 15 miljoen bij KBC. Op de vraag van de Marez Oyens naar de kaspositie antwoordt Moos:

" ... free cash at this time is roughly € 2-3 million. Hence VDM also needs cash to make its cash position healthier."

Den Drijver indiceert vervolgens dat er geen andere partijen zijn die belangstelling tonen om aan VDM geld te lenen:

"VDM has approached its preferred Shareholders and they expressed no interest in providing additional capital."

335. De RvC zet kritische kanttekeningen bij de hoogte van de coupon, de commissie voor Blaauwendraad en vraagt om een degelijk due diligence onderzoek (inclusief money laundering reguleringen) naar de verstrekker van de lening. In de RvC vergadering van 19 februari 2009 meldt Den Drijver:

" ...there is no further action on the convertible loan. VDM approached Fortis again and it was indicated that there is no new financing possibility."

Naar Van der Linden onderzoekers zei was dit vanwege de dividendarbitrage activiteiten.

Den Drijver vervolgt met de opmerking:

¹⁴⁶

Beurs.nl, 12 maart 2008

"The preferred shareholders have indicated that they wish to terminate the current arrangement. Contracts provide no room for them to step out and there is only a possibility to revise interest in 2012."

Zoals Moos onderzoekers vertelde ketste de lening onder andere af omdat de *"beneficial owner niet bekend was"*. De RvC trekt de conclusie dat VDM *"have to be cash minded and move carefully"*.

336. Aan de hand van diverse interne rapportages en e-mails heeft Moos onderzoekers laten zien dat de financiële gang van zaken en cash gerelateerde maatregelen vanaf mei 2009 prominent op de agenda hebben gestaan van de directievergaderingen en van haar bilaterale overleg met Den Drijver. VDM breed worden initiatieven genomen om 20% van de kosten te besparen. Den Drijver vraagt vaak (vrij) gedetailleerde informatie aan Moos over te betalen posten en over wat wel en niet in de balans staat vermeld.
337. Op 12 juni 2009 schrijft Moos met als onderwerp "uitgaven", op verzoek van Den Drijver een e-mail aan Pronk en Van der Linden met een prognose van de uitgaven per leverancier, per unit, met uitzondering van VDM Derivatives Ltd. Zij verzoekt de uitgaven per unit te analyseren en te alloceren welke kosten noodzakelijk zijn voor de activiteiten. Zij schrijft: *"Cash is nu King"*. Een concept brief is bijgevoegd voor de business unit managers, afdelingshoofden en teamleiders. Gevraagd wordt slechts die informatie (uiterst vertrouwelijk) mee te zenden die betrekking heeft op de desbetreffende verantwoordelijke.
338. Voor de situatie rond de verlenging van het KBC krediet wordt verwezen naar hoofdstuk 5.4. Duidelijk is dat het verlengen (en verhogen) van die lening essentieel is: op 23 juni 2009 heeft Moos met Den Drijver een kasprognose besproken (Bijlage 11, deel 2). In deze prognose wordt vastgesteld dat VDM nog beschikt over EUR 7,5 miljoen *"Free available Cash"*. De verplichtingen die betaald moeten worden in juni en juli bedragen EUR 10,1 miljoen. Duidelijk is dat de salarissen in juli niet meer betaald kunnen worden.

Samenvatting

339. Na de overname van Curvalue is de netto omzet van VDM gestegen van EUR 112.3 mio in 2005 naar EUR 149.4 mio in 2006. De omzet heeft zich op dat niveau gehandhaafd tot en met 2008. In de jaren 2006 tot en met 2008 wordt de resultaten rekening afgesloten met substantiële verliezen. Deze verliezen komen voor een groot deel voor rekening van "niet voortgezette activiteiten". Echter niet alleen oude ook nieuwe initiatieven worden na verloop van tijd beëindigd, waarmee verliezen gepaard gaan (zoals GIBEX). Dividend over gewone aandelen moet elk jaar worden gepasseerd. Het buffervermogen (original own funds, zie nr. 291), dat wil zeggen het eigen vermogen na aftrek van minderheidsdeelnemingen, goodwill en immateriële activa daalt van EUR 135.1 mio (ultimo 2006) naar EUR 31.9 mio (ultimo 2008).
340. Door de beëindiging van de activiteiten VDM Specialists in de USA, een begrijpelijke beslissing, ontstond er een verplichting tot terugbetaling van de in de USA opgenomen achtergestelde leningen. Deze informatie heeft VDM duidelijk gecommuniceerd in de F20 rapportages vanaf 2006.
341. Met behulp van de beschikbare informatie van de clearing, risk management en de afdeling finance & control konden de omzet, het resultaat en de liquiditeit op de voet (dat wil zeggen van dat tot dag, met vertraging van één werkdag) worden gevolgd. Deze informatie was bovendien beschikbaar op het niveau van *"business lines"*, groepen van handelaren en individuele handelaren. De RvB was doorlopend en redelijk accuraat geïnformeerd over de gang van zaken en de liquiditeitspositie. Voor de liquiditeitsbewaking in het voorjaar en de zomer van 2009 wordt verwezen naar hoofdstuk 5.

342. De 2 inkoopprogramma's in het eerste halfjaar van 2008 betekenden een aanslag op het buffer vermogen van ongeveer EUR 30 miljoen. Al in juni 2007 wordt als één van de redenen genoemd het uitgeven van aandelen aan werknemers, een reden die ook weer genoemd wordt in juni 2008, hoewel er ook dan niet een "incentive plan" voor werknemers is. Ook zal meegespeeld hebben optimisme in het denken van de RvB over de rentabiliteit van de voortgezette activiteiten na sluiting van VDM Specialists en de mogelijkheid om nieuwe activiteiten te entameren waarvoor mogelijk betaald zou worden met aandelen VDM (zoals de deelname in GSFS). Met name bij het tweede inkoopprogramma kan de vraag gesteld worden of de onttrekking aan het buffer vermogen voor nog niet geconcretiseerde plannen verstandig was. Ook had men toen nog geen zicht op de solvabiliteitseisen onder Basel II. Onderzoekers hebben na globale bestudering van het koersverloop van het aandeel VDM geen bijzondere bewegingen gezien ten tijde van c.q. kort na de data van de inkoopprogramma's. Naar verluid is dit onderwerp van een "hangend" onderzoek bij de AFM.
343. Onderzoekers hebben de indruk dat de RvB en het management niet veel aandacht hadden voor een structureel kapitaalbeleid. Wolfswinkel noemde Basel II wel als belangrijk project in zijn notitie van 24 juni 2008 (Bijlage 12) maar onderzoekers hebben geen document aangetroffen waaruit blijkt dat het kapitaalbeleid op lange termijn is geanalyseerd en vastgelegd. Daarnaast wordt Basel II als key project pas in het tweede kwartaal van 2008 operationeel. Alhoewel pas van toepassing per 1 juli 2008 is dat nieuwe beleid van DNB ruime tijd daarvoor aangekondigd. VDM rapporteert Fin Rep en Cor Rep (Pillar I van Basel II) wel binnen de daarvoor gestelde termijn maar ICAAP (Pillar II) wordt vertraagd ingevoerd. Tijdens hun onderzoek naar de halfjaar cijfers 2009 heeft E&Y pas voor het eerst naar de Basel II rapportage gekeken, hetgeen resulteerde in een groot aantal aandachtspunten c.q. discussiepunten terwijl duidelijk is dat VDM op basis van een worst case scenario over slechts een gering overschot van het benodigde minimale zg. Pillar II vermogen kan beschikken (EUR 2-3 mio).
344. Er was weinig gestructureerd aandacht voor financiering door derden: de leningen van Kaptein en Prolanium waren op z'n best slechts "*opportunities*" waarbij onmiddellijk duidelijk zou moeten zijn dat daaraan zekere afbreuk risico's zijn verbonden. In 2009 was duidelijk geworden dat er weinigen waren die klaar stonden verder risico dragend vermogen aan VDM te verstrekken en derhalve is het verbazend dat zo lang gewacht is met initiatieven om de KBC kredietfaciliteit veilig te stellen. Er is een discrepantie tussen Den Drijvers gevoel over de kansen om de lening te verhogen en te verlengen en het gevoel dat Zwart (als "bankier") kreeg bij de vragen van KBC van 18 juni 2009. Duidelijk is geworden dat KBC het vertrouwen in VDM op dat moment verloren had.

4. CORPORATE GOVERNANCE

4.1 Inleiding

345. De OK heeft in de Beschikking vastgesteld dat het feit dat VDM ongeveer een jaar lang een eenhoofdig bestuur heeft gehad een gebrek in governance oplevert met name gezien de ontwikkeling van noodzakelijke nieuwe activiteiten en de financiële uitdagingen. Daarnaast merkt de OK op dat het feit dat de RvC gedurende het grootste gedeelte van de Onderzoeksperiode uit minder leden heeft bestaan dan statutair vereist de vraag oproept of de RvC berekend was op zijn toezichthoudende taak. De OK wijst op de verstoorde verhouding tussen Van den Brink en de RvB in 2007 en ook op de verhouding met de staf en het hoge verloop van sleutelfunctionarissen op het gebied van *IT*, *Legal* en *Compliance*. Naast de onrust bij handelaren over de nieuwe bonusregeling versterkt dit twijfel "aan adequate governance" aldus de OK. Ten slotte noemt de OK de onduidelijkheid over de bemoeienis van Kroon bij VDM en zijn honorering.¹⁴⁷
346. Onderzoekers zullen de feiten met betrekking tot deze vragen als volgt presenteren. In hoofdstuk 4.2 zullen de samenstelling en het functioneren van de RvB in de Onderzoeksperiode aan de orde komen. Met het functioneren van de RvB wordt mede bedoeld op de gedragingen van de individuele bestuurders omdat onderzoekers menen dat de "tone at the top" een belangrijk onderdeel van de governance/cultuur van een onderneming is. In hoofdstuk 4.3 zal hetzelfde aan bod komen met betrekking tot de RvC en zullen de feiten over de interactie tussen de RvC (waaronder begrepen de committees) en de RvB worden gepresenteerd. In hoofdstuk 4.4 (a) zullen de onderzoekers ingaan op het verloop van hierboven genoemde stafmedewerkers, en de verhouding tussen de RvB en de stafafdelingen. In hoofdstuk 4.4 (b) zullen een aantal andere zaken die samen de "cultuur" bij VDM bepaalden aan de orde komen. In hoofdstuk 4.5 ten slotte zullen onderzoekers ingaan op de bemoeienissen van de heer Kroon en zijn honorering, voor zover die onderwerpen niet al aan de orde kwamen in hoofdstukken 2.4 en 4.2.

4.2 RvB

(a) RvB bij overname Curvalue en opvolging Böttcher

347. De RvB die bij de aanvang van de Onderzoeksperiode uit Böttcher, Pruis en Rondeltap bestond werd de facto met Den Drijver uitgebreid vanaf het moment van de overname op 2 januari 2006. Gezien de vragen van de OK concentreren onderzoekers zich op de periode vanaf die datum en niet zozeer op het functioneren van de RvB in 2005. Böttcher was CEO vanaf de AvA in 2000 toen hij de heer Van der Lugt opvolgde. Kroon was toen nog "president-commissaris". Volgens Van der Broek waren er fricties tussen Kroon en Van der Lugt en later fricties tussen Kroon en Böttcher. Toen Böttcher daarop stuk dreigde te lopen heeft "de RvC ingegrepen" omdat de RvC het vertrek van weer een CEO niet in het belang van de onderneming achtte en na een waarschuwing het er uiteindelijk toe geleid dat Kroon als voorzitter van de RvC aftrad in 2002, aldus Van den Broek.¹⁴⁸
348. Böttcher zei onderzoekers al in de zomer van 2005 aangegeven te hebben rond zijn 60e in 2006 te willen aftreden. Alle betrokken commissarissen en bestuurders uit de tijd hebben bevestigd dat het geen voorwaarde bij de overname van Curvalue was dat Den Drijver Böttcher als CEO zou opvolgen. Van den Brink, die als voorzitter van de RvC het voortouw had bij het vinden van een opvolger, zei dat hij naar opvolgers gekeken heeft vanaf de zomer 2005 en dat een aantal namen de revue zijn gepasseerd van mensen buiten het bedrijf. De twee andere leden van de RvB werden door de commissarissen niet geschikt gevonden en hadden de ambitie daarvoor ook nooit kenbaar

¹⁴⁷

3.18 t/m 3.23 Beschikking.

¹⁴⁸

O.a. gespreksverslag v.d. Broek, p. 1.

gemaakt.¹⁴⁹ Eenmaal aan boord heeft Den Drijver gevraagd ook in aanmerking te willen komen voor de positie van CEO. Hij is het toen geworden, mede omdat de RvC had geconstateerd dat de opvolger liefst een ondernemer zou moeten zijn¹⁵⁰, hetgeen Den Drijver was. Hij is in de AvA van april 2006 als CEO benoemd. Er was een transitieperiode afgesproken van april tot augustus 2006 waarbij Böttcher de nieuwe CEO zou inwerken. Terwijl de heren goed samenwerkten in de periode tot aan april 2006, aldus Böttcher, is er in die tijd daarna echter niet veel contact tussen de beide heren geweest.

349. Over Böttchers functioneren als CEO vatten de onderzoekers wat zij gehoord hebben samen met verwijzing naar een kop die boven een artikel stond in FEM Business van 7 januari 2006 "*Fred Böttcher probeerde krampachtig het oude in stand te houden*"¹⁵¹. Het artikel was een reactie op het feit dat de koers van het aandeel VDM op veerde van EUR 6,00 tot EUR 7,30 bij het bekend worden van het nieuws van de opvolging van Böttcher door Den Drijver. In het artikel werd geconcludeerd dat Böttcher te lang geen initiatieven heeft genomen om de overgang naar elektronische handel te maken en heeft vastgehouden aan de gerichtheid op Amerika. Critici van buiten VDM (Kroon, Van der Linden) lieten zich in die zin tegenover onderzoekers uit; de commissarissen van destijds meenden dat met de acquisitie van Curvalue en wat daaraan vooraf ging de bakens (nog) tijdig waren verzet.
350. Een feit waar diverse geïnterviewden gewag van maakten is dat met Den Drijver er voor het eerst sinds Kroon weer een CEO was die "*uit de business*" kwam hetgeen naar zeggen Van der Lugt en Böttcher niet waren. Eenzelfde onderscheid is ter sprake gebracht door velen met betrekking tot de CFO, die veelal niet uit de business kwam (Böttcher zelf voor 2000, daarna Pruis en Wolfswinkel), terwijl degenen die verantwoordelijk waren voor "*operations*" zoals Rondeltap en later Van der Linden wel die achtergrond hadden. Daarbij zij wel vermeld dat diegenen die hierover iets opmerkten vaak in dezelfde adem zeiden dat "*handelaren geen managers zijn*"¹⁵².

(b) Taakverdeling binnen de RvB

351. De notulen van de RvB vergaderingen in de Onderzoeksperiode zijn met regelmaat opgemaakt met uitzondering van de periode juni – december 2008, over welke periode onderzoekers geen notulen hebben gevonden. Bij die van de vergadering van 16 februari 2006 vinden onderzoekers een notitie van Leo Pruis aan de Executive Board¹⁵³, waarin staat:

"With the arrival of Richard and with respect of the experiences I face in my work I would like to stress some basic rules how we work closely together with the aim of creating one voice to our senior management and the rest of the organization. For discussion purposes see the attachments:

- I. Principles of the Board*
- II. Points to be addressed"*

In de bijlagen worden onder meer gezamenlijke besluitvorming en "*joint responsibility*" als principes genoemd. Pruis zei onderzoekers zich niet te herinneren waarom hij in die notitie zei dat er met "*one voice*" naar "*senior management*" gesproken moest worden. Hij merkte wel op dat de reguliere directievergaderingen uit de tijd van Böttcher er niet meer waren¹⁵⁴. Dit zal te maken hebben gehad met het feit dat Den Drijver veel tijd bij VDM in de VS doorbracht in de eerste maanden van 2006.

¹⁴⁹ Gespreksverslag Böttcher, p. 2. gespreksverslag Rondeltap, p. 2.

¹⁵⁰ Gespreksverslag Arentsen, p. 4.

¹⁵¹ FEM Business, 7 januari 2006, p. 4.

¹⁵² Gespreksverslag Van den Brink.

¹⁵³ Notitie Leo Pruis to Executive Board van 13 February 2006.

¹⁵⁴ Gespreksverslag Pruis, p. 2.

352. Op 19 mei 2006 circuleert er een e-mail onder de leden van de RvB die een overeengekomen taakverdeling voor communicatie naar het personeel bevat als volgt:

"Beste collega's,

In vervolg op de benoeming van Richard den Drijver tot statutair directeur bij de aandeelhoudersvergadering en als Voorzitter van de directie per 1 mei jl. zullen de aandachtsgebieden binnen de Holding directie als volgt worden verdeeld:

LEO	CASPER	RICHARD
<i>Risk Management</i>	<i>Investor Relations</i>	<i>Interne Accountantsdienst</i>
<i>Controlling</i>	<i>Clearing Europe</i>	<i>Juridische</i>
		<i>Zaken/Compliance</i>
<i>Administratie</i>	<i>Online Trader</i>	<i>Externe Communicatie/PR</i>
<i>Facilitaire dienst</i>	<i>All European Trading</i>	<i>Personeelszaken</i>
<i>Fiscale Zaken</i>		<i>Automatisering</i>
<i>Treasury</i>		<i>Chairman MT VDMS</i>
<i>Lid MT VDMS</i>		<i>Representative Millbridge</i>
		<i>Business Developments:</i>
		● <i>Beurzen</i>
		● <i>Handelssystemen</i>

Fred Böttcher heft zijn statutaire taken overgedragen per 1 mei, echter hij zal tot 31 augustus beschikbaar blijven als adviseur van de directie met name om een soepele overdracht te waarborgen.

Een afscheidsreceptie voor in- en extern zal derhalve begin september gehouden worden.

Met vriendelijke groet,

Directie VDM"

Niet duidelijk is geworden of de notitie daadwerkelijk is verstuurd.

353. Pruis vertrekt in oktober 2006 (zie nr. 354 e.v.), Van de Water als interim CFO maakt niet deel uit van de RvB, Rondeltap vertrekt in november 2007 en de in april 2007 aangetreden CFO Wolfswinkel meldt zich ziek op 18 juni 2008. Op de redenen daarvoor zal in hoofdstuk 4.3 (c) worden ingegaan. Onderzoekers constateren dat de behoefte aan een taakverdeling verminderde naarmate de RvB kleiner werd. Hoewel er een taakverdeling was tussen Den Drijver en Wolfswinkel werd die doorkruist door het optreden van Kroon als adviseur. Onderzoekers komen daarop hierna terug.

(c) Vertrek leden RvB in Onderzoekperiode

354. Van de drie leden van de RvB die er in 2005 waren was alleen Rondeltap een jaar later nog aanwezig. Nadat Böttcher in de zomer van 2006 met pensioen was gegaan vertrok Pruis in oktober van dat jaar, naar hij zelf zei *"omdat hij en de heer Den Drijver verschillende karakters hadden"*. Pruis noemt verschil van mening over het declaratiegedrag van Den Drijver met betrekking tot reis- en verblijfskosten, waarvan Pruis in rekening-courant als CFO terugboekte wat hij vond dat voor persoonlijke rekening was. Ook noemde hij de inrichting door Den Drijver van een nieuwe kamer in het pand van VDM terwijl hij daar nooit zat. En hij noemde verschil van mening over het beleid, bijv. ten aanzien van het project Gibraltar (zie nr. 416). *"We lagen elkaar niet, hij was een dga, geen CEO van een beursfonds."* Pruis zegt vertrokken te zijn op verzoek van Den Drijver en niet van de

RvC. Hij heeft wel vele gesprekken gevoerd met Arentsen (voorzitter Audit Committee) over wat hij zag en vond maar Arentsen heeft hem vanaf het begin af aangegeven dat de RvC in dit geval moest kiezen voor een net door de RvC benoemde CEO, tevens grootaandeelhouder.¹⁵⁵ Arentsen heeft onderzoekers medegedeeld goed op de hoogte te zijn geweest van de spanningen tussen Den Drijver en Pruis en van het gegeven dat Den Drijver de heer Pruis niet goed genoeg vond. Een verschil van mening over declaratiegedrag van Den Drijver en over het Gibraltar project is echter volgens Arentsen nooit aan de orde gekomen. Alleen het ongenoegen van Pruis over de inrichting van een nieuwe kamer in het Van der Moolen hoofdkantoor is tijdens een exit lunch van Arentsen met Pruis aan de orde gekomen.

355. Van den Brink en Arentsen bevestigden deze gang van zaken. Van den Brink zei dat Den Drijver in juni 2006 al met hem sprak over het feit dat hij "*de heer Pruis te licht vond*" en dat Den Drijver in oktober 2006 Pruis gevraagd heeft te vertrekken, ondanks het feit dat Van den Brink hem gezegd had dat dit een zaak van de RvC was. Van den Broek en Van den Brink hadden na overleg binnen de RvC wel al een zoekopdracht bij Egon Zehnder neergelegd, maar Van den Brink kwam er in de zomer van 2007 achter dat Den Drijver al medio 2006 een zoekopdracht bij een door hem zelf ingeschakelde intermediair, Evert Blaauwendraad, had neergelegd. Volgens Arentsen had Den Drijver hem medio 2007 medegedeeld dat die zoekopdracht de search betrof naar een sterke tweede man ter ondersteuning van Pruis. Arentsen kon (medio 2007) bevestigen dat hij medio 2006 met Den Drijver had gesproken over het aantrekken van een tweede man ter ondersteuning van Pruis, al was hij niet bekend met een search opdracht terzake. Van den Brink zei onderzoekers dat Blaauwendraad, afkomstig uit het netwerk van Kroon¹⁵⁶, veel meer vergoed kreeg dan de gebruikelijke fee van 1/3e van het jaarsalaris¹⁵⁷ die Egon Zehnder vroeg (en ook betaald kreeg)¹⁵⁸. Onderzoekers hebben nota's gezien gebaseerd op een afspraak tussen Blaauwendraad en Den Drijver van 24 juli 2006, waarin een uurtarief van EUR 180 naast een succesfee van 6 maandsalarissen werden afgesproken. Zo werd, niet marktconform, ongeveer EUR 120.000 aan Blaauwendraad betaald voor het aantrekken van Wolfswinkel.¹⁵⁹
356. Arentsen beaamde dat de gang van zaken rond het vertrek van Pruis¹⁶⁰ aanleiding tot ongenoegen bij de heer Van den Brink was.
357. Rondeltap, die vanaf 1994 bij VDM werkzaam was, ging om min of meer vergelijkbare redenen weg in juli 2007. Hij zei onderzoekers geweigerd te hebben de facturen van Blaauwendraad voor de search naar de opvolger van Pruis af te tekenen als zijnde te duur (er bestond bij VDM naar zijn zeggen een "*vier ogen principe*" wat betekende dat 2 leden van de RvB facturen tekenden), waarop hij daarover door Den Drijver gebeld is met de verklaring dat Blaauwendraad "*ook nog iets anders deed*". Rondeltap deelde dit met Van den Brink evenals de onkosten die Den Drijver declareerde voor zijn verblijf in New York van 10 april 2007 tot 1 juni 2007, zijnde USD 105.324,00 aan kosten voor het Mandarin Hotel, USD 142.000,00 voor de inrichting van een appartement dat aan huur ongeveer USD 32.250,00 per maand kostte en waar hij, gezien de hotelrekeningen, in die periode niet verbleef.¹⁶¹ De handelaren in New York aan wie Den Drijver deze rekeningen ter betaling aanbood wilden die niet tekenen, zo zeiden ze tegen Rondeltap, die ze kenden van zijn verblijf in New York tussen 2000 en 2003. Ook deze zorg deelde Rondeltap in mei 2007 met Van den Brink, die Den Drijver daarmee confronteerde omdat hij met Den Drijver had afgesproken dat Den Drijver zijn declaraties zou voorleggen aan de voorzitter van de remuneratiecommissie,¹⁶² hetgeen niet

¹⁵⁵ Gespreksverslag Pruis, p. 3.

¹⁵⁶ Gespreksverslag Kroon, p. 69.

¹⁵⁷ Gespreksverslag Rondeltap, p. 4.

¹⁵⁸ Gespreksverslag Van den Brink, p. 2.

¹⁵⁹ Brief Blaauwendraad Management Consultants BV aan VDM t.a.v. Den Drijver van 24 juli 2006 en nota's van 1 augustus 2006, 1 december 2006 en 1 februari 2007.

¹⁶⁰ Gespreksverslag Arentsen, p. 5.

¹⁶¹ Gespreksverslag Rondeltap p. 3 en 4, nota Mandarin Hotel (met een kamer van USD 1299 per dag exclusief tax), nota ABC Carpet & Home 10 mei 2007, nota Madison Avenue Furniture 20 mei 2007 en Safavieh Home Furnishing van 5 juni 2007.

¹⁶² Gespreksverslag Van den Brink, p. 2/3.

gebeurde¹⁶³. Ten aanzien van de aanstelling van Blaauwendraad zei Van den Broek aan onderzoekers dat Den Drijver voor statutaire functies alleen een bemiddelaar mocht inschakelen op verzoek van de RvC en dat Den Drijver hem desgevraagd gezegd heeft dat "*Wolfswinkel toevallig voorbij kwam*".¹⁶⁴

358. In zijn gesprek met Den Drijver over diens declaratiegedrag heeft Van den Brink niet genoemd van wie hij de specifieke informatie (nota's Blaauwendraad, New York) gekregen had en dat ook niet kenbaar gemaakt ondanks Den Drijvers verzoek daartoe. Onderzoekers begrijpen dat de 2 andere leden van de RvB, Den Drijver en Wolfswinkel, wel vermoeden dat het Rondelap was die "*lijntjes met de RvC*"¹⁶⁵ had, waar met name Den Drijver op tegen was, hetgeen Rondelap in een gesprek tussen hen drieën ontkende. Daarop was de conclusie van Den Drijver en Wolfswinkel dat er een onwerkbaar situatie was ontstaan en dat de heer Rondelap weg moest, hetgeen ze hem hebben medegedeeld. Rondelap consulteerde de advocaat die al meerdere "*exiters*" had begeleid, meldde zich ziek en een exit werd gearrangeerd.
359. Los van de manier waarop hij kwam - en dat was inderdaad door tussenkomst van de heer Blaauwendraad, aldus Wolfswinkel – kwam Wolfswinkel met steun van Den Drijver, Kroon en drie van de vier commissarissen die hij had gesproken (de Marez Oyens was met vakantie). Hij is begonnen in maart 2007 en door de AvA in april 2007 benoemd. Hij vertrok in juni 2008. Onderzoekers vinden het relevant om stil te staan bij het perspectief van Wolfswinkel, als iemand van buiten (hij kwam van Eneco), zeker nu onderzoekers Den Drijver niet bereid hebben gevonden met hen te spreken, en de ontwikkelingen die leidden tot zijn vertrek nog geen 15 maanden later.
360. Wolfswinkel hanteert voor zichzelf het "*100 dagen principe*": verslag doen van wat hij aantreft na 100 dagen. Dat is in dit geval vervat in een presentatie aan de voorzitters van de RvC (Van den Brink) en de Audit Committee (Arentsen), waarin de volgende opmerkingen staan:

"General organization

*Very hard working individuals but overall staffing is far too thin
Staff is relatively junior both in age and in business experience
Key functions are vacant for too long (IA, IT, various F&A, HR, IR)
High staff turnover causing instability in processes, lack of history, etc.
Insufficient hierarchical steering*

Following individuals have left since Oct. 2006: Pruis (CFO), v. Meegeren (dir. IA), v. Nassau (risk man.), de Graaf (acc/tax), Klomp (acc/consol), Hebels (dir. IT), Bielsma (IT man.), secretary (2x)

Finance Organization

*Integration of staff former VDM/CV completed
Very hard working individuals but staffing level is far too low
Staff is relatively junior both in age and in business experience
Inefficient organization
Lack of fall back options
High turnover causing instability in processes, lack of history, etc.
2x vacancies at senior level filled (june/august)
3x vacancies at senior level still open*

IT Function

Vacancies on senior and middle management level

¹⁶³ Gespreksverslag Van den Broek, p. 2.

¹⁶⁴ Gespreksverslag Van den Broek, p. 3.

¹⁶⁵ Gespreksverslag Wolfswinkel

IT organization is limited to trader support; no central IT function
IT legal framework (SLA's, OLA's etc.) non existent; no matching demand vs costs;
Documentation IT weak;
IT controls in SOX weak;
Lack of long term IT vision;

Other Matters of Attention

Key staff heavily involved in preparation for each SB/AC meeting – investigate reduction to 6-7 meetings per year;
US listing causes disproportionate work load and costs (\$ 3-4 mln per annum);
Investor Relations function to be re-built. Investor confidence to be restored;
Recapitalisation?
PtoP?"¹⁶⁶

Zoals Wolfswinkel onderzoekers vertelde "*was hij zich kapot geschrokken*": er was nog veel werk te verrichten aan de jaarafsluiting, interimers op sleutel posities, vertrekkers uit de oude VDM organisatie, management by absence, "*een slagveld op de financiële afdeling*" en een risk functie die was ingeperkt en waar de resultaten in Amerika niet "*real time*" beschikbaar waren maar 1 dag achterliepen.¹⁶⁷

361. Naar aanleiding van zijn observaties zijn er acties genomen: IT was "*key*" en daarvoor werd Van Riemsdijk aangenomen, er is een taakverdeling tussen Den Drijver (IT, helpt legal, handel, risk) en Wolfswinkel (Finance, helpt legal, HR) gemaakt, er is in Q4 van 2007 een rapportage per week/maand/dag gekomen en Finance werd gesplitst in Moos die verantwoordelijk was voor Financial Accounting and Control en Titshof die verantwoordelijk was voor Reporting and Analysis. Nieuwe mensen werden aangetrokken hoewel dat in die tijd niet makkelijk was, aldus Wolfswinkel, want de reputatie van VDM was slecht. Ten slotte is in het najaar van 2007 ook besproken VDM Specialists in Amerika te sluiten, Wolfswinkel zegt onder druk van hem¹⁶⁸ en Kroon zegt op advies van Kroon¹⁶⁹. Onderzoekers twijfelen er niet aan dat Den Drijver, indien zij hem te spreken hadden kunnen krijgen, gezegd zou hebben dat hij de verantwoordelijke was voor het sluiten van VDM Specialists en inderdaad heeft hij in dat dossier handelend opgetreden.
362. Naar zeggen van Wolfswinkel leerden Den Drijver en hij elkaar wel beter kennen in hun periode in de RvB. Naar het onderzoekers voorkomt trokken zij ook in het begin samen op in "*lastige dossiers*" als het vertrek van Rondeltap en het verschil van mening met Van den Brink, maar Wolfswinkel bleef naar zijn zeggen vinden dat Den Drijver "*ongrijpbaar*" was, en dat hij, Wolfswinkel, over bepaalde zaken zoals de acquisitie van Robert & Henderson, het aangaan van de investering van Gibraltar en de inkoop van aandelen, alle onderwerpen die later ter sprake zullen komen, laat of geen informatie van Den Drijver kreeg. Het hielp niet dat Kroon zich sinds zijn aantreden in 2007 op de achtergrond "*overal mee bemoeide*" en vanaf 2008 ook zichtbaar "*fysiek aanwezig*" was.¹⁷⁰ Den Drijver besprak volgens Wolfswinkel alles wat in de RvB ter sprake kwam met Kroon. Vanaf 2008 heeft Wolfswinkel zich daar, niet met succes zoals hieronder duidelijk zal worden, tegen verzet.
363. In mei 2008 kwam het ongenoegen van Wolfswinkel tot uitbarsting. Naar zeggen van Wolfswinkel kwam hij terug van vakantie en werd hij in een gesprek van 5 minuten met Kroon geconfronteerd met het feit dat Kroon in de weken daarvoor key-werknemers van VDM had geïnterviewd (van welke gesprekken onderzoekers de door Marja Nieuwpoort gemaakte verslagen hebben gelezen – waarover later meer) en dat naar aanleiding daarvan besloten was binnen de afdeling Financiën een

¹⁶⁶ Presentatie Wolfswinkel "to inform Chariman SB/Chariman AC to discuss findings CFO office".

¹⁶⁷ Gespreksverslag Wolfswinkel, p. 1 en 2.

¹⁶⁸ Gespreksverslag Wolfswinkel, p. 3.

¹⁶⁹ Gespreksverslag Kroon, p. 13.

¹⁷⁰ Gespreksverslag Wolfswinkel, p. 3.

adviseur te benoemen. Volgens Kroon¹⁷¹ kwam de opdracht aan hem om deze gesprekken te voeren van Den Drijver en Wolfswinkel samen. Dit en een groot aantal andere zaken staat vermeld in de e-mails van Wolfswinkel aan Den Drijver van 20 en 24 juni 2008, die als productie 25 aangehecht zijn bij het verzoekschrift tot enquête en die als **Bijlage 12** bij dit rapport zijn gevoegd.

364. Wolfswinkel is in deze e-mails uitgesproken in zijn verwijten naar Den Drijver. Samengevat (door onderzoekers) zegt hij:
- Kroon en niet Den Drijver handelt als voorzitter van de RvB
 - Wolfswinkel wordt verboden met de pers te spreken en onderhandelingen namens VDM te voeren
 - De 2 vertrekkende leden van de RvC zijn vervangen door 1 lid McNally, "*die al jaren lang een adviseur*" van Den Drijver is
 - Ook overigens zijn checks en balances tussen de voorkant (handel) en de achterkant (Finance/Internal Audit/Legal/Compliance) verstoord
 - Een one-tier board met Den Drijver als chairman en CEO en Kroon als "*non exec*" is niet in het belang van de onderneming
 - Den Drijver is slechts 1 à 2 dagen per week aanwezig
 - Het inconsistente oppakken en afblazen van diverse projecten is schadelijk
 - Er spelen een aantal integriteitsissues.
365. Uit de e-mailwisseling blijkt dat er wel tussen de heren gesproken is maar dat daar niet veel is uitgekomen. Hangende de besprekingen meldt Wolfswinkel zich op 18 juni ziek en 3 (werk)dagen later is "*zijn functie*" aangeboden aan Moos. Daarover zei Moos tegen onderzoekers dat ze besloten had te vertellen aan Wolfswinkel dat ze een baan als Group controller bij BinckBank had aangenomen. Op maandag 23 juni 2008 heeft ze (in afwezigheid van Wolfswinkel) dit besluit met Den Drijver gedeeld die haar daarop in 5 minuten vertelde dat Wolfswinkel niet meer terugkwam en dat zij zijn baan mocht hebben. Daarop moest hij in een taxi naar het vliegveld. Moos heeft daarop Wolfswinkel gebeld die aangaf niet te weten dat zijn positie aan haar was aangeboden. Hij zei Moos "*dat hij had moeten accepteren wat geen enkele CFO zou willen accepteren*"¹⁷², maar beriep zich op zijn geheimhoudingsplicht toen Moos doorvroeg naar een specifiek antwoord. Moos had Den Drijver bedenkijd gevraagd, en heeft vervolgens verder met hem gesproken. De bedoeling was dat Moos grotendeels de inhoudelijke portefeuille van Wolfswinkel zou overnemen en zich binnen twee jaar van Group President Finance naar CFO zou doorontwikkelen. Op 7 juli 2008 heeft ze ja gezegd, ze heeft Seinstra in vertrouwen genomen, die haar zei "*dat ze haar ogen open moest houden*". Seinstra heeft haar niet verder willen helpen met het contract toen ze hoorde welk salaris Moos zou krijgen.¹⁷³
366. In de overeenkomst van 9 juli 2008 krijgt Moos de functie Group President Finance met een uitnodiging "*de vergaderingen van de RvB bij te wonen*". De overeenkomst bepaalt ook dat "*de CEO ...binnen twee jaar geen hogere financiële functie binnen VDM [zal] benoemen, tenzij deze hogere financiële functie aan mevrouw L. Moos wordt aangeboden*". De Marez Oyens was als voorzitter van de RvC natuurlijk betrokken bij deze gebeurtenis. Hij zei onderzoekers dat hij de exit van Wolfswinkel behandelde "*want de heer Den Drijver wilde dat niet doen omdat Wolfswinkel zijn vriend was*" en dat Kroon hem achter de broek zat "*om het netjes te regelen, zodat we er geen gedonder over krijgen – als het wat geld kost is dat niet erg*".¹⁷⁴
367. Los van wat dit zegt over de verhouding tussen de RvB en RvC, is de afvloeiingsbetaling aan Wolfswinkel conform zijn arbeidsovereenkomst geweest (1 keer jaarsalaris plus 6 maanden bij

¹⁷¹ Gespreksverslag Kroon, p. 37.

¹⁷² Gespreksverslag Moos, p. 2.

¹⁷³ Gespreksverslag Moos, p. 3.

¹⁷⁴ Gespreksverslag De Marez Oyens, p. 4.

opzegging door de vennootschap) met dien verstande dat hij 50% van zijn bonus over 2008 heeft gekregen over een jaar waarin Den Drijver van zijn bonus afstand deed. Mevrouw Moos werd geen CFO, hoewel Kroon dat wel wilde, omdat de Marez Oyens haar daarvoor te jong vond en de uitdagingen te groot. Besloten werd "*haar finance director te maken, haar te laten groeien in de verantwoordelijkheid en de CFO functie vacant te laten*". Moos kreeg wel een honorering die een CFO niet zou misstaan al lag hij volgens Moos wel onder het niveau van andere Group Presidents binnen VDM. Overigens zij hier vermeld dat Moos één van de weinigen is over wie de meningen unaniem zijn; haar integriteit en buitengewone toewijding en inzet staan buiten kijf.

368. Uit het vertrek van de heren Pruis, Rondeltap en Wolfswinkel binnen twee-en half jaar na het aantreden van Den Drijver met als resultaat dat vanaf juli 2008 Den Drijver als enig lid van de RvB overblijft, is een deel van het beeld over het functioneren van de RvB geschetst. Dat beeld zullen onderzoekers hierna verder uitwerken aan de hand van de feiten over de gedragingen van de individuele leden van de RvB, de one-tier gedachte en de relatie met de RvC.

(d) Het optreden van (leden van) de RvB

369. Over het opereren van Den Drijver als CEO en zijn leiderschap van de RvB zijn een aantal feiten op te merken. Achtereensvolgens zullen onderzoekers bespreken (i) zijn aanwezigheid, (ii) de rol van Van der Ham, (iii) de verhouding tussen de leden van de RvB, (iv) de verhouding met de RvC, (v) de relatie van de RvB met staf/handelaren, (vi) en die met adviseurs. Ook zullen aan de orde komen (vii) het declaratiegedrag van bestuurders, (viii) de inkoop van aandelen, (ix) de one-tier board en (x) de diverse projecten die VDM veelal op instigatie van Den Drijver aanging.

(i) Aanwezigheid en stijl van leidinggeven

370. Velen hebben tegenover onderzoekers een opmerking gemaakt over het feit dat Den Drijver (en zijn gezin) niet in Nederland maar in het buitenland woonde(n) (Engeland, Zwitserland en Marokko zijn als woonplaatsen genoemd) en dat Den Drijver veel niet op kantoor was. Onderzoekers hebben de indruk gekregen dat in het begin, zeker tot aan de zomer van 2008, Den Drijver 1 à 2 dagen op kantoor in Amsterdam was en dat hij pas in het laatste jaar, voorafgaande aan het faillissement, 3 à 4 dagen per week op kantoor was. Als hij in Amsterdam was logeerde hij met zijn gezin in het Hilton hotel en als hij zonder gezin was in het Okura hotel. Bij de Kamer van Koophandel is als Den Drijvers woonadres opgenomen het adres van de Wilton Group, het kantoor van McNally in London (26 Grosvenor Street Mayfair, London), dat Den Drijver als postadres gebruikte.
371. Bij onderzoekers van VDM bestaat het beeld dat op de dagen dat Den Drijver op kantoor was zijn agenda redelijk was volgeboekt en dat er weinig tijd overbleef voor het "lopen over de vloer" wat met name zijn voorganger Kroon zo effectief had gedaan. Onderzoekers hebben geen enkel beeld gekregen wat Den Drijver deed op de dagen dat hij niet in Amsterdam op kantoor was, met uitzondering van zijn reizen voor VDM naar de UK, de VS en Azië. Alle geïnterviewden zeiden dat je altijd binnen 24 uur een reactie kreeg van Den Drijver per e-mail of telefoon, vaak via Van der Ham, maar niemand wist precies waar Den Drijver gedurende zijn afwezigheid van kantoor was en wat hij deed.
372. Velen hebben onderzoekers gezegd dat Den Drijver zich meer gedroeg als de directeur-groot aandeelhouder die hij ook was en altijd was geweest dan als de CEO van een beursgenoteerd fonds. Ook in zijn Curvalue tijd had hij het management grotendeels aan zijn team overgelaten. Arentsen verwoordde het in zijn notitie voor de RvC ten tijde van het geschil tussen Den Drijver en Van den Brink in de zomer van 2007 als volgt.

"De bruuske wijze van managen door de voorzitter van de Directie (via e-mails en op afstand) heeft kennelijk geleid tot het vertrek van een belangrijk aantal sleutel functionarissen. Voorts is er de klokkenluiders melding van Hebel en berichten over onrust onder het personeel. Ook is er sprake van het aantrekken van dure externe adviseurs.

Dit zijn allemaal zaken waarvan ik vind dat Den Drijver erop aangesproken moet worden. Het is overigens wel mijn voorkeur dat dat eerst gebeurt in een gesprek waarna zo nodig een bevestiging per brief kan volgen en niet andersom.

Overigens valt niet te ontkennen dat de onderneming zich in zwaar weer bevindt en dat er heftig in de kosten gesneden moet worden. Dat er spaanders vallen waar gehakt wordt valt m.i. niet helemaal te vermijden.

Van een aantal van de vertrokken functionarissen waren wij overigens op de hoogte en/of wij hebben ermee ingestemd.

Uiteindelijk gaat het bij de beoordeling van iemands effectiviteit bij het leidinggeven over de bereikte resultaten. Uiteraard is het voorzitterschap van Den Drijver van te korte duur om daar een definitief oordeel over te geven. Feitelijk zijn op dit moment de resultaten in Europa uitstekend, weliswaar het oude Van der Moolen, maar toch. En in de VS hebben forse en noodzakelijke ingrepen plaatsgevonden om het bleeden te stoppen en ik heb de indruk dat Den Drijver daar een cruciale rol inspeelt. Ik zou ook echt niet weten wie die rol zou kunnen overnemen."¹⁷⁵

373. Zoals een aantal geïnterviewden het aan onderzoekers vertelden was Den Drijver geen "people manager" maar meer een man van de ideeën. In hoeverre zijn afwezigheid/betrokkenheid op afstand van te voren was ingeschat c.q. besloten lag in het concept van een CEO die tegelijkertijd, via zijn familiestichting, grootaandeelhouder was is onduidelijk maar wel is zichtbaar dat er in de zomer van 2007 signalen waren waarmee de leden van de RvC iets wilden. Het is uit de aard van de zaak moeilijker op afstand te leiden en te inspireren dan bij aanwezigheid. Naarmate onder Den Drijvers bewind de RvB uitdunde was dat een groot verschil met hoe de RvB opereerde aan het begin van de Onderzoeksperiode. Velen hebben dit opgemerkt, waarbij een deel zei dat Den Drijver altijd bereikbaar voor je was, een ander deel vond het lastig, zeker in combinatie met de "gate keeping" door Van der Ham, die haar favorieten had. Kroon verwoordde treffend de discipline die hij bij zijn terugkeer in het bedrijf aantrof: "... u moet niet vergeten, in mijn tijd, activiteit, werd vergaderd van 's morgens zevenen tot negenen, want om kwart over negen moesten we op de beurs zijn. De cultuur bij VDM was dat iedereen vergaderde gewoon tijdens de beurs, was voor mij not done. Maar ja, dit moet je dus weer gaan veranderen dat je de mensen om zeven uur op kantoor krijgt..."¹⁷⁶

374. Over Den Drijver zegt Kroon dat het een man was met "geniale ideeën over alles" maar dat het leiding geven in de zin van de implementatie van die ideeën "daar was hij niet de allerbeste in, en dat liet hij vaak over aan anderen".¹⁷⁷ Elders zegt hij: "iedereen deed maar wat, er was geen leiding". Het hebben van ideeën en het aangaan van projecten beantwoordt niet aan de behoefte van medewerkers aan consistentie in richting/strategie en aansturing. Die aansturing liet Den Drijver over aan de management laag onder de RvB, maar hij kon dat ook doorkruisen als iets hem niet zinde. Er is al eerder opgemerkt dat Den Drijver hard kon zijn tegen mensen die hij minder zag zitten of die hem dwars zaten. Velen hebben onderzoekers gezegd dat hij dat soort mensen weg wilde hebben en op de uitloop, met name van professionals, komen onderzoekers hierna terug.

(ii) Rol Van der Ham

¹⁷⁵ Notitie Arentsen bij e-mail aan Van der Brink 20 mei 2007.

¹⁷⁶ Gespreksverslag Kroon, p. 29/30.

¹⁷⁷ Gespreksverslag Kroon, p. 55.

375. Daarbij speelde ook een rol dat Den Drijver een secretaresse had, die in de kamer voor hem zat, en letterlijk een barrière vormde voor toegang tot Den Drijver op de dagen dat hij er wel was. Het beeld dat uit opmerkingen naar voren komt (onderzoekers hebben Van der Ham zelf niet gesproken) is van een secretaresse die haar baas bijzonder was toegewijd en die een buitengewone inzet en bereikbaarheid vertoonde maar die (zelf) bepaalde wie wel en niet toegang kreeg tot haar baas en hoe en waarbij er heel duidelijke een "inner circle" van favorieten was (Porskamp, Van den Berg, Moos en later: Kroon en Van der Linden) en een "outer circle" (de overigen), die vonden dat zij Den Drijver afschermde). In combinatie met zijn afwezigheid was dit een versterking van het "*management by e-mail/telephone*". Dat Den Drijver toestond dat Van der Ham zich veroorloofde ook overeenkomsten aan te passen, Seinstra verplichtte zich dagelijks bij Van der Ham af te melden¹⁷⁸ en in de laatste maanden voor het faillissement Van der Ham tot corporate secretary verhef moge blijken geven van zijn enorme vertrouwen in haar, maar op de overige staf kwam dit niet goed over. Bovendien hadden veel (academisch) gekwalificeerde staffunctionarissen moeite om instructies aan te nemen van Van der Ham, zeker als niet duidelijk was of ze handelde op last van Den Drijver of eigenmachtig. Ook in dat opzicht was dit ten dele een gevolg van de afwezigheid van Den Drijver.

(iii) Verhouding tussen de leden van de RvB

376. Hierboven is al aangeduid wat de redenen waren voor het vertrek van de overige leden van de RvB. Van de ongeveer drie jaar dat Den Drijver effectief CEO was had hij twee jaar collega's in de RvB. Pruis en Rondelap vertrokken in hoge mate omdat zij niet compatibel waren met Den Drijver. Bij Wolfswinkel was het meer de rol die Kroon had (gekregen), waarvan hij vond dat die zich tot taken van de RvB uitstreekte. Gezien de uitlatingen van deze 3 mede-bestuurders rijpt bij onderzoekers het beeld van een CEO die wel heel duidelijk "de baas was", bepaalde wat er gebeurde, maar die niet erg collegiaal en communicatief naar zijn mede-bestuurders opereerde. De onderlinge taakverdeling, zo valt uit de notulen van de RvB te lezen, werd steeds voorgesteld door de CFO (Pruis, Wolfswinkel) en niet door de CEO, daarmee illustrerend de behoefte aan duidelijkheid en transparantie die het gedrag van Den Drijver opriep bij zijn mede-bestuurders.

(iv) Verhouding tussen de RvB en RvC

377. De verhouding tussen de RvB en de RvC wordt in hoge mate bepaald door die tussen de CEO en de voorzitter van de RvC. In de tijd dat Den Drijver CEO was had hij achtereenvolgens Van den Brink (voorzitter RvC vanaf 2003), Arentsen (vanaf zomer 2007) en de Marez Oyens (vanaf mei 2008) als voorzitter van de RvC en de laatste maanden Zwart. Dat zijn veel voorzitters voor een periode van effectief 3 jaar en het vertrek van Van den Brink en Arentsen is zeker te wijten aan de opstelling en gedragingen van Den Drijver, zoals onderzoekers hierna uiteen zullen zetten. De Marez Oyens die overnam bij het premature vertrek van Arentsen diende tot het voorlaatste jaar van zijn 12 jaars termijn. Op de rol van Zwart en zijn relatie met Den Drijver komen de onderzoekers in een apart hoofdstuk terug.
378. Hierboven in nr. 355 e.v. is uiteengezet hoe de heer Den Drijver naar mening van Van den Brink eigenmachtig het initiatief nam, in een vroeg stadium, om in de door hem gewenste opvolging van Pruis te voorzien. Dat was voor Van den Brink een slechte ervaring met de nieuwe CEO. Een tweede incident deed zich volgens Van den Brink voor naar aanleiding van het vertrek van het hoofd IT, Hebels, die Van den Brink een brief stuurde met de uitspraak van de kantonrechter in de procedure die VDM had aangespannen. Hebels was sinds 1 september 2000 in dienst van VDM als Director IT. Zoals uit de beschikking van de kantonrechter¹⁷⁹ valt te lezen had VDM (Den Drijver) in een brief van 29 september 2006 aan Hebels aangegeven de kantonrechter om beëindiging van de arbeidsovereenkomst te verzoeken wegens een vertrouwensbreuk ontstaan naar aanleiding van de

¹⁷⁸ Brief Seinstra aan Den Drijver 13 augustus 2008, p. 5.

¹⁷⁹ Rechtbank Amsterdam, EA 06-5553, 23 januari 2007.

documentatie die Hebels aan John Unwin (verantwoordelijk voor IT in de VS) had moeten sturen met betrekking tot PMS, een systeem dat al vanaf 2001 bij VDM draaide. Uit de beschikking valt te lezen dat Hebels zich op 27 september bij M. Snoek, general counsel, meldde en later bij Van der Eerden, Compliance Officer van VDM in Keulen, in het kader van de klokkenluidersregeling bij VDM. Op 29 september volgde de brief van Den Drijver met vermelding van de vertrouwensbreuk. De kantonrechter achtte de argumenten die werden aangevoerd voor het vertrek van Hebels volstrekt onvoldoende onderbouwd en stelt dat VDM (Den Drijver) *"in overwegende mate een verwijt valt te maken ter zake van de verstoorde arbeidsrelatie."* Van den Brink deed naar aanleiding van deze melding zelf onderzoek en wat hij vond deed de melding, 6 maanden later van Rondeltap, passen in de opvatting die Van den Brink kreeg dat *"mensen weggemanipuleerd werden omdat ze niet deden wat Den Drijver zei"*.

379. Het volgende incident in de verhouding tussen Van den Brink en Den Drijver deed zich voor rond artikelen in De Telegraaf van 19 maart 2007. Onderzoekers volgen voor een weergave van de feiten over de periode tot het vertrek van Van den Brink een aantal maanden later, naast de notities, notulen en stukken die zij erover lazen, het verslag van Arentsen als meest betrokken "niet-betrokkene". In het ene Telegraaf artikel wordt vrij zakelijk verslag gedaan van de waarschuwing die de *"top van VDM"* van de FBI kreeg dat *"dierenrechten terroristen"* aanslagen voorbereiden op leden van de RvC en RvB van VDM, als *"aandeelhouder van NYSE, waarop een Brits bedrijf staat genoteerd dat dierproeven uitvoert"*. Het artikel meldt dat per ongeluk de auto van de burens van Van den Brink zwaar beschadigd werd door de activisten. Het andere artikel lijkt gebaseerd op een interne analyse die kritisch is naar VDM en rept van *"mismanagement"* en gebrekkig toezicht door de RvC (in de periode 2003-2006). Den Drijver wordt aangehaald in het artikel en reageert *"terughoudend"* maar zegt wel *"... er zijn feiten die ik niet wil ontkennen. Ik ben geschrokken van wat ik vorig jaar heb aangetroffen"*.
380. Uit het dossier blijkt dat advies ingewonnen werd van PR consultants hoe te reageren op de artikelen en dat onderzoek is gedaan door de RvC naar de acquisities en de resultaten ervan in Europa en de VS, waaruit bleek dat die in Europa overwegend positief maar dat de overnames in de VS met name die in 2001 van Cohen Duffy McGowen en VDM Options negatief uitvielen. Uit de notulen van de RvC blijkt dat commissarissen de zaak (vermeende medewerking Den Drijver aan het Telegraaf artikel) hoog opnamen, terwijl Den Drijver verbolgen en vol onbegrip was over de houding van de RvC. Daarbij kwam dat in de RvC vergadering van 26 april 2007 de voltallige RvC tegen de voorgenomen benoeming van Kroon als adviseur was, maar dat Den Drijver desondanks de benoeming doorzette en Kroon, die fysiek aanwezig was bij de AvA die op dezelfde dag op de RvC vergadering volgde, in die hoedanigheid voorstelde.
381. Uit de notulen van de RvC van 14 mei 2007 blijkt dat de verhoudingen tussen de RvB en de RvC behoorlijk zijn verstoord, met name naar aanleiding van de Telegraaf artikelen en een artikel van 27 april 2007 over de benoeming van Kroon waarin werd gesteld dat de *"commissarissen de benoeming van Kroon tevergeefs hebben getracht tegen te houden"* en Van den Brink geciteerd wordt: *"De benoeming is een beslissing van de directie. Die is vrij adviseurs aan te stellen, maar je kunt je afvragen waarom. ... We hebben er als raad van commissarissen wel een vraagteken bij gezet. ... We hebben echter aangegeven de benoeming van Kroon niet voor de hand te vinden liggen."* Een artikel waarvan Den Drijver *"met verbazing"* kennis neemt aldus zijn e-mail van 27 april 2007 aan Van den Brink.
382. Er volgt een periode van een paar maanden waarin de RvC onderling en met Den Drijver overlegt. De gang van zaken die heeft geleid tot *"de verstoorde relatie tussen de (voorzitter van de) RvC en de (voorzitter van) de Directie"* wordt door Arentsen in een interne RvC notitie aan de RvC van 20 mei 2007 aldus verwoord:

"Opmerkingen naar aanleiding van de concept brief en concept regeling"

1. Feiten, gebeurtenissen en meningen

Wat is er gebeurd in de afgelopen periode dat heeft geleid tot de huidige verstoorde relatie tussen de (voorzitter van de) RvC en de (voorzitter van) de Directie. En hoe zouden we het belang van de gebeurtenissen moeten of kunnen afwegen.

Ten eerste: De incidenten

- het Telegraaf artikel

De voorzitter van de Directie bleek niet gemakkelijk te overtuigen van de noodzaak om afstand te nemen van het negatieve commentaar in het artikel over het functioneren van de RvC. Zijn argumenten waren:

- het advies van een extern PR bureau*
- geen vervolg in andere kranten*
- te risicovol om iets te zeggen over het verleden waar hij geen deel van had uitgemaakt*

Uiteindelijk was er wel principe bereidheid maar nu een gepland gesprek met de betrokken journalist niet is doorgegaan heeft de RvC gezegd dat het niet meer nodig is. Er blijft toch een onaangenaam gevoel over van dit gebeuren.

Teleurstellend is ook dat de Directie niet de moeite heeft genomen de in het artikel genoemde "feiten" te verifiëren, maar met het onzinnige voorstel is gekomen een forensisch onderzoek te laten doen.

-Het aantreden van Hans Kroon als adviseur

Weliswaar binnen de bevoegdheid van de Directie maar getuigend van weinig respect voor de mening van de gehele RvC en onnodig confronterend door de uitbundige verwelkoming in de AvA. Het blijft niet goed voorstelbaar dat Kroon een betekenisvolle rol zou kunnen spelen bij de aanpak van de problematiek in de VS.

-Verskil van inzicht over de aanpak van de dreiging door de ALF [Animal Liberation Front, onderzoekers] In de laatste vergadering is afgesproken dat een analyse door E&Y zal plaatsvinden en ik ga ervan uit dat dit gebeurt.

Ten tweede: De stijl van leidinggeven door de voorzitter van de Directie

De bruuske wijze van managen door de voorzitter van de Directie (via e-mails en op afstand) heeft kennelijk geleid tot het vertrek van een belangrijk aantal sleutel functionarissen. Voorts is er de klokkenluiders melding van Hebel en berichten over onrust onder het personeel. Ook is er sprake van het aantrekken van dure externe adviseurs.

Ten derde: Het voortduren van een zwakke administratieve organisatie.

De administratieve organisatie is inderdaad nog steeds zwak mede door het onverwachte vertrek van een aantal medewerkers. Ik kan echter niet zeggen dat de Directie weigerachtig is om de zaak te verbeteren. Ook moet ik opmerken dat het juist het gebrek aan voortgang bij het SOX project er Den Drijver toe bracht om aan te dringen op het vroegtijdig laten terugtreden van Leo Pruis. Den Drijver heeft daarna zelf leiding gegeven aan het SOX project en ik heb nu nog geen aanleiding om te veronderstellen dat dat niet succesvol zal worden afgerond.

Ten vierde: Informatieverstrekking aan/communicatie met de RvC

Het belangrijkste punt is het verbod aan medewerkers om met de RvC te communiceren. Dit is uiteraard volledig onacceptabel en zou onmiddellijk moeten worden teruggedraaid. Ik zou

echter wel zeker willen weten dat deze mededeling juist is en ik heb ook zorg over de bescherming van de bron van dit bericht

Een ander punt is de kwaliteit van de aan de RvC geleverde informatie op basis waarvan besluitvorming plaats vindt. Dit kan en moet inderdaad een stuk beter zeker vergeleken met best practice. Ik ben overigens van mening dat hier geen sprake is van bewust achterhouden van informatie of het verstrekken van misleidende informatie. We hebben ook geen vastlegging in de notulen van de RvC vergaderingen waaruit ontevredenheid van de RvC op dit punt zou blijken.

Ten vijfde: De verstoorde verhouding tussen de (voorzitter van) de RvC en de (voorzitter van) de Directie.

De laatste vergadering demonstreerde de huidige onwenselijke situatie. Ik heb niet de indruk dat er nog veel te repareren valt. Het is overigens wel mijn indruk dat de Directie één lijn trekt."

Arentsen concludeert dat van alle opties een gefaseerde vervanging van leden van de RvC de optie is die de belangen van VDM het minste schaadt.

383. Een eerste gesprek om de verhoudingen te klaren vond plaats op 7 juni 2007 tussen Den Drijver, Van den Brink en Arentsen. Daarin kwamen de punten hierboven weergegeven aan de orde en ook een voorstel voor werkafspraken tussen RvC/Directie. Deze aantekeningen en werkafspraken waren afkomstig van Arentsen die de aanzet die door Van den Brink met behulp van De Brauw was gemaakt niet gelukkig vond omdat *"die neerkwam op een vrijwel volledige onder curatele stelling van de heer Den Drijver"*¹⁸⁰. Naar de mening van Arentsen vervulde Den Drijver op dat moment *"een essentiële rol bij de noodzakelijke reorganisaties in de VS."* Helaas, zo vertelde Arentsen, werd het gesprek op 7 juni 2007 geheel gedomineerd door een discussie over de Blaauwendraad facturen (zie nrs. 355, 357 en 550 en de declaraties van Den Drijver (zie nrs. 357 e.v.). Den Drijver *"ontplofte"*¹⁸¹ bij deze discussie en vroeg van wie Van den Brink deze informatie had, *"waarop de heer Van den Brink uiteraard het antwoord schuldig bleef"*¹⁸². Met een e-mail van 22 juni 2007 aan Van den Brink, met kopie aan de overige leden van de RvC reageerde Den Drijver *"op het niet zo gelukkig verlopen gesprek"*¹⁸³. Van den Brink reageert met een brief van 29 juni aan Den Drijver die met de overige commissarissen is afgestemd.
384. Op 4 juli reageert Den Drijver in een brief getekend door alle 3 leden van de RvB, aan Van den Brink waarin hij nogmaals aan hem vraagt aan te geven van wie Van den Brink de bewuste facturen heeft gekregen. Onderzoekers citeren:

"Beste Dolf,

Dank voor je brief van 29 juni jl. Ik zal hier na ruggespraak met mijn mededirectieleden nog inhoudelijk schriftelijk reageren, met name waar het betreft (een aantal) beweerdelijk gemaakte afspraken en onjuiste c.q. onvolledige weergave van ons gesprek van 7 juni jl.

Spoedheidshalve vraagt de directie echter je aandacht voor het volgende. Op donderdag 28 juni 2007 is Robert Fagenson telefonisch benaderd door een journalist van het Financieel Dagblad met het verzoek om informatie te verschaffen omtrent de volgende onderwerpen:

¹⁸⁰ Gespreksverslag Arentsen, p.6.

¹⁸¹ Gespreksverslag Van den Brink, p. 3.

¹⁸² Gespreksverslag Arentsen, p. 6.

¹⁸³ Gespreksverslag Arentsen, p. 6.

- woon- en verblijfplaats van de ondergetekende;
- declaratiegedrag van de ondergetekende.

Het lijkt de directie evident dat deze verslaggever dit niet uit eigener beweging doet en dat hij ter zake is getipt door iemand binnen de organisatie. Gelet op de genoemde onderwerpen kan het niet anders dan dat dit degene is geweest die ook de bewuste factuur aan jou ter hand heeft gesteld. Het lekken naar de pers en dan met name over dit soort triviale (meer naar sensatie neigende) onderwerpen is vanzelfsprekend zeer schadelijk voor Van der Moolen. Het is niet de eerste keer dat directieleden individueel door pers worden benaderd met vragen over bepaalde informatie waar slechts enkele personen binnen de onderneming wetenschap van hebben. In het belang van Van der Moolen verzoekt de directie je dan ook met klem om de directie per ommegaande te laten weten wie jou de bewuste factuur ter hand heeft gesteld. Vervolgens overlegt de directie graag met je hoe met deze persoon om te gaan, teneinde dit soort zaken in te toekomst te voorkomen."

385. Blijkt uit voornoemde brief al hoezeer de verhouding was verslechterd, de brief die Van den Brink van de RvB ontvangt gedateerd 24 juli 2007 is 10 kantjes lang en buitengewoon scherp van toon. Volgens Arentsen *"was de brief duidelijk bedoeld om het conflict met de heer Van den Brink op de spits te drijven"*. De heer Arentsen vermoedt dat een jurist van kantoor Spigthoff bij het opstellen van die brief heeft geadviseerd. *"De brief bevat veel onjuistheden en onterechte beschuldigingen."*¹⁸⁴ aldus Arentsen
386. Eind juli kwam de RvC bijeen om de ontstane situatie te bespreken. Naar aanleiding van die bespreking maakte Arentsen een analyse die hij met de overige leden van de RvC deelde. Over het functioneren van de leden van de RvB is Arentsen de volgende mening toegedaan. Hij geeft Den Drijver credit voor het ingrijpen in de *"bijna uitzichtloze situatie in de VS"* en hij vindt dat onvoldoende is aangetoond dat er redenen zijn om aan de integriteit van Den Drijver te twijfelen. Hij is minder mild over Rondeltap, die er in zijn periode in de VS niet in geslaagd is een rol van betekenis te spelen en hij zegt dat hij meer redenen heeft om aan de integriteit van Rondeltap te twijfelen, daarbij doelend op de rol die hij heeft gespeeld in het conflict tussen Den Drijver en Van den Brink. Van Wolfswinkel zegt Arentsen dat hij zich *"razendsnel heeft ingewerkt en er in is geslaagd onder zeer moeilijke omstandigheden ... de verplichte financiële rapportages naar buiten te brengen"*.¹⁸⁵
387. De conclusie die Arentsen bereikt is dat het niet verantwoord zou zijn Den Drijver weg te sturen en dat ook het opstappen van de hele RvC zeer schadelijk voor de onderneming zou zijn, zoals ook was bevestigd door Mr. Cronheim van De Brauw. In een door Van der Ham getekende brief van 31 juli 2007 wordt Van den Brink nogmaals gerappelleerd de naam te geven van de persoon *"waarvan wij het vermoeden hebben dat hij of zij informatie lekt"*. Op 3 augustus 2007 vindt een volgend overleg van de RvC plaats waarbij al snel duidelijk werd dat de Marez Oyens en Arentsen niet wilden opstappen. Van den Broek heeft onderzoekers gezegd *"dat hij het wel eens was met Van den Brink, maar pas wilde vertrekken bij de komende AVA aan het einde van zijn termijn"*. Achteraf heeft Van der Broek *"spijt dat hij niet tegelijk met de heer Van den Brink is opgestapt"*.¹⁸⁶
388. In de notulen van de RvC vergadering van 13 augustus 2007 is te lezen dat de niet aanwezige Van den Brink wenst terug te treden en wordt gesproken over de "search" naar een opvolger. Arentsen is door zijn mede-commissarissen verzocht om op te treden als interim-voorzitter. Per brief van 15 augustus 2007 laat Van den Brink aan de RvC weten dat hij terug treedt. Van Olfen van De Brauw had Van den Brink naar diens zeggen geadviseerd niet naar de AFM/DNB te gaan.¹⁸⁷ Van den Brink

¹⁸⁴ Gespreksverslag Arentsen, p. 6.

¹⁸⁵ Brief Arentsen aan Van de Brink van 29 juli 2007.

¹⁸⁶ Gespreksverslag Van den Broek, p.3.

¹⁸⁷ Gespreksverslag Van den Brink, p. 3.

en ook Van der Broek vinden het opmerkelijk dat de toezichthouders geen contact meer met Van den Brink hebben opgenomen.

389. Over de verhouding tussen de RvB en de nu nog uit 3 leden bestaande RvC in de periode na het vertrek van Van den Brink merken onderzoekers op dat incidenten verder uitbleven. Wat wel speelde in de verhouding tussen Den Drijver en de RvC is het aantrekken van nieuwe commissarissen. Volgens rooster zou Van den Broek aftreden bij de AvA in 2008 omdat hij dan 12 jaar commissaris zou zijn geweest. Arentsen zou aanvankelijk aftreden het jaar erop maar trad tot veler "verrassing"¹⁸⁸ een jaar eerder af, te zelfder tijd als Van den Broek. Er zijn verschillende pogingen gedaan, waarbij Arentsen als voorzitter betrokken was, om in de vacature van Van den Brink te voorzien. Een drietal personen werden in het najaar van 2007 benaderd, doch zeiden nee. *"De ontwikkeling van de resultaten van VDM maakten het niet gemakkelijk om op heel korte termijn een goede vervangende voorzitter te vinden."*¹⁸⁹
390. In januari 2008 wordt er gesproken met een serieuze kandidaat (hierna te noemen "X"), die was aangedragen door Van den Broek. X was enthousiast maar viel midden in een discussie die Arentsen namens de RvC voerde met de RvB. *"De discussie was moeizaam omdat de RvB er naar streefde een systeem in te voeren (met veel opties) waarbij de gerede kans bestond dat de beloning – als het goed zou gaan met VDM – tot exorbitante bedragen zou toenemen."*¹⁹⁰ Arentsen weigerde een dergelijk beleid en droeg er zorg voor dat X op de hoogte werd gehouden van de discussie. Den Drijver wilde een BAVA organiseren waarop de inkoop van aandelen, de benoeming van X en ook het beloningsbeleid op de agenda zou staan. Daarbij *"schroomde de RvB niet om de RDD Family Foundation in te schakelen bij ondersteuning van hun wensen"*¹⁹¹ Den Drijver meende dat de remuneratie van de RvB meer een internationaal dan een Nederlands karakter moest hebben en beschuldigde Arentsen van provincialisme. Toen bleek dat X *"zich volledig schaarde achter het standpunt van de heer Arentsen, werd aan hem medegedeeld dat de RvB uiteindelijk tot de conclusie was gekomen dat hij niet goed in het gewenste profiel paste"*. Exit X.¹⁹²
391. Het verdere verloop van aftreden en benoemingen in de RvC is in hoge mate bepaald door de interactie met Den Drijver en derhalve kenmerkend voor de verhouding tussen de RvB en RvC. Allereerst het vertrek van Arentsen zelf, dat volgens rooster voorzien was voor het voorjaar van 2009. Seinstra bevestigt dat Arentsen ruim een maand voor de AvA van 22 mei 2008 had medegedeeld niet te willen aanblijven als commissaris, terwijl er van uitgegaan werd dat hij nog een termijn van 4 jaar zou blijven, zoals is te lezen in de notulen van de RvC van 23 januari 2008. Arentsen zelf heeft aangegeven dat inmiddels in maart 2008 McNally door Den Drijver voorgedragen was als commissaris. Op advies van Van den Broek werd met Den Drijver en Wolfswinkel afgesproken dat Egon Zehnder ingeschakeld zou worden om referenties te trekken.¹⁹³ *"Toen bleek dat Den Drijver daar weer doorheen fietste met een reeks eigen acties was voor Arentsen de maat vol en besloot hij bij de volgende AvA in mei 2008 af te treden. De heer McNally leek niet de aangegeven persoon om voorzitter te worden maar hij zou in ieder geval wel de rol van voorzitter van het Audit Committee voor zijn rekening kunnen nemen."*¹⁹⁴ *"Het doorheen fietsen"* in dit geval was dat Den Drijver een referentie had gevraagd aan de heer Rowe van Sycap, zowel een bekende van Den Drijver als van McNally.¹⁹⁵ Het doorkruisen van afgesproken acties van commissarissen past in gedrag waar onderzoekers een patroon in zien.

¹⁸⁸ Zie gespreksverslagen Van den Broek, Seinstra.

¹⁸⁹ Gespreksverslag Arentsen, p. 7.

¹⁹⁰ Gespreksverslag Arentsen, p. 7.

¹⁹¹ Gespreksverslag Arentsen, p. 7.

¹⁹² Gespreksverslag Arentsen, p. 7. en e-mail Arentsen 18 april 2008.

¹⁹³ Gespreksverslag Arentsen, p. 7. en e-mail Arentsen 18 april 2008.

¹⁹⁴ Gespreksverslag Arentsen, p. 8.

¹⁹⁵ Zie e-mail van Van der Ham aan Arentsen van 18 april 2008.

392. Ook de samenstelling van de RvC, die na vertrek van Van den Broek en Arentsen vanaf mei 2008 tot mei 2009 nog maar uit 2 personen bestond, heeft voor een deel mogelijk met de door Den Drijver nog niet opgegeven gedachte van een one-tier board te maken (zie nr. 412) maar is in de verzwakking die hij vertoonde ook tekenend voor de verhouding van Den Drijver met de RvC. En vele van de stafleden die aan de RvC werden blootgesteld hebben tegenover onderzoekers opgemerkt dat de RvC met de Marez Oyens en McNally van een andere kwaliteit was dan daarvoor. Daarbij is ook vaak vermeld dat er een adviesrelatie bestond tussen Den Drijver en McNally. Daarover hebben onderzoekers vastgesteld dat McNally als "*independent consultant*" verbonden was aan de Wilton Group, die als adviseur optrad in verschillende zaken van VDM. Dit betrof naast administratieve handelingen voornamelijk fiscale zaken waar McNally, die accountant was, niet bij was betrokken. In een door Seinstra opgestelde en door Botterweg namens VDM getekende brief gedateerd 11 november 2008 gericht aan McNally is bepaald dat McNally zou ophouden VDM te adviseren, maar dat de Wilton Group dit zou mogen blijven doen. Als er een conflict zou zijn zou de "Board" geïnformeerd moeten worden. De brief werd getekend door McNally en de door Wilton Group op 30 januari 2009.

(v) Relatie RvB met staf/personeel

393. Hiervoor is al gesproken over de taakverdeling tussen de bestuurders in de periode dat er meer waren dan één. Wat met name verder opvalt is het grote verloop bij staf, met name in de periode 2006-2008, hetgeen hierna verder aan de orde zal komen in nrs. 457 e.v., evenals het gedrag van de handelaren (nr. 462) en het feit dat het met name het oude Curvalue management was dat na de overname sleutelrollen ging vervullen. Dat blijkt ook uit de deelnemers aan het in het najaar 2007 opgestarte European Management Committee dat aanvankelijk één keer per maand maar al snel zo ongeveer 2 keer per maand bijeen kwam, en bestond uit de leden van de RvB, Porskamp, Pronk, Van den Berg, Vogel (!), Hills en Rowe en later Kroon, Moos, Van Riemsdijk, Seinstra en Van der Linden – veel mensen uit de voormalige Curvalue organisatie en slechts enkele (Moos en Van der Linden) uit de "oude" VDM organisatie.
394. Hoewel Kroon het EMC tegenover onderzoekers als een "*lachertje*"¹⁹⁶ betitelde vanwege de vele deelnemers en de lange discussies, ontstaat bij onderzoekers uit het lezen van de notulen de indruk dat deze vergaderingen wel degelijk een poging waren tot regie en afstemming tussen de verschillende onderdelen van de onderneming. Ondermeer de verschillende projecten waarnaar VDM keek werden in de EMC besproken en getoetst. Getuige de notulen was Den Drijver ook bijna altijd bij de vergaderingen aanwezig.

(vi) Adviseurs

395. Naast de vele interimmers die nodig waren om het vertrek van veel van de oorspronkelijk van VDM afkomstige staf op te vangen kenmerkte de VDM organisatie zich ook door het gebruik van veel adviseurs. Zo kreeg Van der Merwe, commissaris bij Curvalue, bij de overname door VDM een 3-jarig adviseurschap, waar hij naast een vaste maandelijks vergoeding van EUR 7.000 per maand ook apart voor de projecten declareerde. Naar eigen zeggen was Van der Merwe wel gevraagd in de RvC van VDM zitting te nemen maar wilde hij dit niet omdat "*de cultuur er verkeerd was: de commercie had het voor 't zeggen en de financiële man mocht niet mee aan tafel.*"¹⁹⁷ Volgens Böttcher kreeg Van der Merwe het adviseurschap "*omdat hij niet in de RvC van VDM kon.*"¹⁹⁸ RvB lid Rondelap wist niet dat Van der Merwe een maandelijks fee kreeg, en heeft ook nooit voor betaling getekend, maar hij zei wel dat Van der Merwe 2 projecten deed waarvoor hij apart is betaald: risk management en de overname van Hills Independent Traders in 2006.¹⁹⁹ Van der Merwe

¹⁹⁶ Gespreksverslag Kroon, p. 54.

¹⁹⁷ Gespreksverslag Van der Merwe.

¹⁹⁸ Gespreksverslag Böttcher, p. 2.

¹⁹⁹ Gespreksverslag Rondelap, p.2.

die ook gevraagd was te assisteren bij het aanvragen van een bankvergunning bij DNB (zie nr. 432), waarvoor ook Len Steffen als adviseur was aangenomen, zei dat hij aanvankelijk een goede relatie met Den Drijver had, die ook naar hem luisterde, maar dat zulks veranderde met de komst van Kroon als adviseur die deed of hij "*feitelijk leidinggevende*" was. Dat was de reden dat Van der Merwe eind december 2008 is vertrokken en niet in april 2009 zoals het contract voorzag.

396. Blaauwendraad, al eerder genoemd, kreeg veel adviesopdrachten van Den Drijver. Vermeld is al zijn bemiddeling bij het aantrekken van Wolfswinkel, maar verder waren er facturen voor de search van een belastingexpert (er is geen belastingexpert aangenomen, aldus Moos²⁰⁰) en voor project Fleet. Blaauwendraad diende vanaf januari 2009 ook facturen in ad EUR 20.000 gemaakt voor het aantrekken van een lening. Moos²⁰¹ vroeg om een urenspecificatie en heeft die wel gekregen al was zij niet altijd bekend met de project namen waarvoor Den Drijver autoriseerde. Den Drijver tekende de declaraties steeds af. Blaauwendraad had ook de opdracht gekregen om vouchers bij BNP Paribas te verkrijgen voor de teruggave van dividendbelasting in Duitsland in verband met de dividendarbitrage activiteiten van GSFS. Zoals de Marez Oyens onderzoekers zei "*Blaauwendraad was Kroon*". Hij zei voorts dat hij er persoonlijk op heeft toegezien dat Blaauwendraad na de rol die hij had gekregen bij de poging tot het aantrekken van een lening van een derde tegen "*een absurd makelaarspercentage van 12% tot 15%*" geen verdere rol meer zou krijgen bij VDM.²⁰² Desalniettemin heeft ook daarna Blaauwendraad nog verschillende werkzaamheden uitgevoerd.
397. Over het adviseurschap van Kroon komen onderzoekers hierna te spreken in hoofdstuk 4.5. In dat verband zullen ook de diensten van zijn zoons bij het organiseren van cliëntentertainment aan de orde komen. Het beeld dat bij onderzoekers is ontstaan is dat er vaak bezuinigd werd op het aantrekken van staf en het takenpakket van "interimmers", maar dat er met adviseurschappen (ook Van der Linden werd aanvankelijk aangetrokken als adviseur) nogal royaal, ook in financiële zin, werd omgesprongen door Den Drijver, die, met Kroon, deze adviseurschappen initieerde en altijd autoriseerde. Soms zelfs werd de ene adviseur door de andere vervangen zoals gebeurde met betrekking tot de inrichting van het nieuwe kantoor op Schiphol, waar op instigatie van Kroon de bestaande adviseur (D/Dock Design Development) vervangen werd door een andere (Van den Oever, Zaaijer & Partners).

(vii) Declareergedrag leden RvB

398. Den Drijver reisde veel en verbleef veel in hotels. Zie daarover ondermeer de opmerkingen in nrs. 357 e.v. Zoals door diverse commissarissen is opgemerkt hield hij zich niet aan de afspraken die waren gemaakt over het aftekenen van onkostendeclaraties. Dat ook hij een ruime interpretatie gaf aan wat voor rekening van VDM moest gebeuren blijkt onder meer uit de huur van een appartement in Monaco, waar Zwart en Paardekooper in mei 2009 uitgenodigd waren voor een cliënt entertainment evenement rond de Grand Prix. Het appartement bleek op naam van VDM te staan omdat de gedachte was geweest zoals Den Drijver ter plekke aan Paardekooper mededeelde, een kantoor te openen in Monaco, een voornemen dat alleen ter sprake kwam in de notulen van de RvB in 2006 maar waar overigens geen opvolging over gerapporteerd was. De jaarlijkse huur was EUR 250.000 per jaar. Volgens Paardekooper is dit later ongedaan gemaakt op aandringen van hem en Zwart.²⁰³
399. Onderzoekers troffen een notitie aan van Van der Ham aan de Directie van 17 oktober 2007 waarin een beleid voor reizen wordt voorgesteld als volgt:

"Beleid

²⁰⁰ Gespreksverslag Moos, p. 7.

²⁰¹ Gespreksverslag Moos, p. 6.

²⁰² Gespreksverslag De Marez Oyens, p. 4.

²⁰³ Gespreksverslag Paardekooper, p.3.

<i>Vliegen</i>	<i>binnen Europa Economy, buiten Europa Business</i>
<i>Trein</i>	<i>gereserveerde plaats 1e klas (rust om door te werken)</i>
<i>Hotel</i>	<i>Club Quarters in NY (prijzafspraken via VDM USA)</i> <i>en anders 3sterren zo dicht mogelijk bij kantoor.</i> <i>Bij jonger personeel 2 personen op 1 kamer.</i>
<i>Akkoord</i>	<i>Ieder reisverzoek dient akkoord te hebben van de directie.</i>
<i>Wijzigbaar</i>	<i>Afhankelijk van persoon en omstandigheden wordt soms duurder ticket genomen wegens wijzigbaar en teruggave (bv. bij directie)."</i>

Wat betreft de feitelijke uitgaven geeft ze het volgende overzicht:

"Uitgaven	2006	2007 (tot 30/9), zie bijlage	
<i>Reiskosten Den Drijver</i>	<i>€ 151,659.10</i>	<i>Den Drijver</i>	<i>€ 261,701.01</i>
<i>Reiskosten Pruis</i>	<i>€ 28,372.86</i>	<i>Wolfswinkel</i>	<i>€ 31,065.96</i>
<i>Reiskosten Rondeltap</i>	<i>€ 37,674.60</i>	<i>Rondeltap</i>	<i>€ 14,236.23</i>
<i>Reiskosten Böttcher</i>	<i>€ 25,729.57</i>		
<i>Reiskosten Overig personeel</i>	<i>€ 387,735.00</i>	<i>Overig personeel</i>	<i>€ 138,718.49</i>
<i>Reiskosten Commissarissen</i>	<i>€ 24,680.64</i>	<i>Commissarissen</i>	<i>€ 6,880.40</i>
<i>Totaal 2006</i>	<i>€ 655,851.77</i>	<i>Totaal</i>	<i>€ 452,602.09"</i>

Het verzoek was om vluchten via Van der Ham te boeken (die daar, volgens ondermeer Seinstra, soms grillig mee omging en niet altijd meewerkte) waarbij aan Den Drijver en Wolfswinkel wegens "flexibiliteit" ook binnen Europa business class werd toegestaan. Het beeld ontstaat dat Den Drijver niet bezuinigde op zijn reis- en verblijfskosten terwijl hij er (mede via Van der Ham) wel op stond dat anderen zich aan richtlijnen ter zake hielden. Dat zulks in de praktijk niet altijd lukte, vermag niet verbazen.

400. Over de uitjes naar Monaco en Madrid in de maanden voorafgaand aan de surseance is veel geschreven in de pers. Omdat het alleen typerend is voor de "tone at the top" willen onderzoekers kort zijn over de feiten: de uitjes waren opgezet in een tijd dat het beter met VDM ging dan toen ze plaatsvonden, zeker het evenement in Madrid waarvoor volgens Kroon de kaartjes al in september 2008 besteld moesten worden; ze waren georganiseerd door de zoon of zonen van Kroon die zich met de helikopter van Nice naar Monaco verplaatsten, er waren niet de relaties en cliënten die je bij entertainment van dergelijke kosten zou verwachten en verhalen over misdragingen van Den Drijver hebben ook onderzoekers bereikt. Onderzoekers vonden het niet nodig die nog nader te verifiëren. Zwart en Paardekooper zeiden onderzoekers zich in Monaco uiterst ongemakkelijk te voelen. De ontdekking dat het appartement in Monaco op naam van VDM bleek te staan maakte de twee heren niet gelukkiger. De Marez Oyens vertelde onderzoekers juist van het meegaan naar Madrid te hebben afgezien tegen de achtergrond van de weinig florissante resultaten. Volgens Kroon was de gastenlijst van het Monaco evenement door Van der Ham opgesteld. Met de benefit of hindsight: ongelukkig. Aan de andere kant is onderzoekers niet gebleken dat dit soort entertainment ook in de jaren voor 2009 plaatsvond.

(viii) Inkoop aandelen

401. Kenmerkend voor de modus operandi van Den Drijver vinden onderzoekers zijn gedrag rond de inkoop van aandelen en de opstelling daarin van de RDD Family Foundation, de in Liechtenstein gevestigde stichting die Den Drijvers aandelen in VDM hield. Jaarlijks werd de AvA van VDM de in Nederland gebruikelijke inkoopmachtiging gevraagd. In twee tranches is van die machtiging gebruik gemaakt. In de notulen van de RvC vergadering van 8 juni 2007 wordt goedkeuring gevraagd voor

het voornemen van de RvB 10% gewone aandelen in te kopen, te financieren met een krediet. *"The repurchase of shares will prevent the dilution of future projects (veroorzaakt ondermeer door de uitgifte van de Curvalue Earn-out shares) and the repurchased shares could be used for a share incentive plan for personnel,"* aldus de notulen. Een dergelijk plan was er op dat moment niet, maar daar komen onderzoekers later op terug. Over het voornemen van leden van de RvB [*i.e.: Den Drijver, onderzoekers*] om zelf ook aandelen te verwerven wordt in de notulen het volgende opgemerkt:

"Furthermore, members of the Executive Board also have the intention to acquire VDM shares with observance of the insider trader regulation. Moreover Mr. Den Drijver was informed by the RDD Foundation that this shareholder has the intention to increase its stake in the Company. He noted that both the Executive Board and the RDD Foundation will carefully operate and act in accordance with the disclosure and notification requirements. The Chairman had the opinion that in the event there is doubt whether or not it is advisable to acquire VDM shares, the compliance officer should be sought for advice or otherwise the Chairman. He said that the reputation of the Company is paramount for him."

402. In de RvC van 13 augustus 2007 wordt door Den Drijver desgevraagd gezegd dat een *"share plan"* in de maak is en dat van de inkoop van aandelen wordt afgezien vanwege de *"internal financing requirements within the Company"*. Wel was op 7 februari 2007 overeenstemming bereikt met Ducatus N.V., houdster van 251.000 financierings prefs in VDM, om deze prefs terug te kopen voor EUR 10.405.148,--, welke inkoop in de AvA van 26 april 2007 was goedgekeurd evenals de intrekking ervan. Zoals ook in de jaarrekening 2007 is te lezen was het dividend-percentages aan herijking toe en zou het op basis van de bestaande formule na 2007 maximaal 5% hoger zijn dan het bestaande percentage.
403. Terwijl in 2007 de RvC nog met enige regelmaat om goedkeuring voor een inkoop wordt gevraagd en de RvC redelijk op de hoogte wordt gehouden, lijkt dat in 2008 anders te gaan. Over inkoop van aandelen is niets te lezen in de notulen van de RvB (Den Drijver en Wolfswinkel) in januari, gemaakt door Seinstra. Op 22 januari 2008 ontvangt VDM een brief van de RDD Family Foundation waarin wordt gevraagd dat VDM een buitengewone aandeelhoudersvergadering bijeenroept om over het beloningsbeleid te spreken en in het kader daarvan om aandelen in te kopen. Dit valt samen met de wens van Den Drijver, besproken met Arentsen, om dat beleid aan te passen. Uit de timing en het verzoek van de brief kunnen onderzoekers niet anders dan concluderen dat Den Drijver als CEO informatie deelde met een aandeelhouder, de RDD Family Foundation, zijn eigen stichting, die niet met andere aandeelhouders werd gedeeld en de brief lijkt een middel om de onwillige Arentsen als voorzitter van de RvC onder druk te zetten in te stemmen met een beloningsbeleid dat hij niet wilde.²⁰⁴ Uit mails die onderzoekers hebben gezien blijkt dat Wolfswinkel met het maken van het concept van die brief bekend was.
404. Vermeld zij dat Wolfswinkel deze inkoop steunde. Zoals hij onderzoekers vertelde had VDM *"veel cash na het vrijvallen van de cash pledges in de US. Daarnaast was er een goede actuele performance (Q1 2008) en waren de vooruitzichten goed."*²⁰⁵ De RvC heeft wel ingestemd met de inkoop en daarvoor is wel een BAVA gehouden, maar niet met een wijziging van het beloningsbeleid.
405. Over de voorgenomen inkoop lezen de notulen van de RvC van 23 januari 2008 als volgt:

"Mr. Arentsen opened the meeting at 14.45 p.m. and welcomed the participants."

²⁰⁴ Gespreksverslag Arentsen, p. 7.

²⁰⁵ Gespreksverslag Wolfswinkel, p.4.

Mr. Den Drijver referred to the letter of the RDD foundation dated January 22, 2008. Mr. Den Drijver said that on January 15, 2008 an e-mail has been received from a representative of a group of shareholders holding less than 5% of the shares, questioning the strategy of Van der Moolen Holding N.V. ("VDMH"). Mr. Den Drijver added that shareholders are questioning the cash position of VDMH. Recently Mr. Den Drijver has been told by representatives of ABN AMRO that private equity firms have an interest in VDMH. The Supervisory Board B recommended responding to the letters after taking legal advice. Mr. Wolfswinkel provided the members of the Supervisory Board with an overview of VDM's present cash position.

The Executive Board received legal advice to the effect that a share repurchase is possible notwithstanding the present closed period, as a closed period does not apply to the company itself. The maximum repurchase percentage is 10% as approved by the Annual Meeting of Shareholders of April 26, 2007. The Executive Board said that, subject to the approval of the Supervisory Board, it has decided to enter into a share repurchase programme. The Supervisory Board approved the commencement of a share repurchase programme, to be started as soon as possible.

Moreover the Executive Board said that it will investigate whether (part of) the preference shares B can be redeemed. The Executive Board added that it will reconsider its financial strategy and communicate it to the market at a date to be decided upon."

406. Seinstra adviseerde desgevraagd op 31 januari aan de RvB dat door intrekking van de ingekochte aandelen met de machtiging van de AvA weer verder dan de 10% ingekocht zou kunnen worden, maar daar is het verder niet van gekomen.
407. Op 1 februari krijgt VDM een 2e brief van de RDD Family Foundation waar toevalligerwijs ook gevraagd wordt of er meer dan de aangekondigde 10% kan worden ingekocht (hetgeen Den Drijver op 31 januari van Seinstra had vernomen) en waar de samenstelling van de RvC, met name het internationale profiel, ter discussie wordt gesteld in het licht van het vertrek van Van den Broek. Er wordt weer om een BAVA gevraagd.
408. Moos is over de inkoop van aandelen pas op de hoogte gebracht via het daarvoor uitgebrachte persbericht in maart 2008. Zij heeft Wolfswinkel gezegd dat VDM dit niet zou moeten willen. De reactie van Wolfswinkel was dat Moos hier niet over ging.²⁰⁶ Ook Seinstra heeft zich tegenover onderzoekers over deze gang van zaken uiterst kritisch uitgelaten. Zo meldde zij dat in een gesprek tussen haarzelf, Mr Hannema van Norton Rose (adviseur van de RDD Family Foundation) en Wolfswinkel er verteld werd dat Den Drijver de van de RDD Family Foundation afkomstige brieven samen met Hannema had opgesteld. In een e-mail van 5 februari 2008 geeft Wolfswinkel Den Drijver een concept voor een verdere (maar nooit verzonden) brief van de Family Foundation met het advies "*je bij discussies tussen de RDD Family Foundation, het bestuur en de RvC afzijdig te houden, om de schijn van belangenverstrengeling te voorkomen.*" In het concept is er ook een alinea over het (mogelijke) ontslag van de RvC.
409. Bovendien is Seinstra kritisch over de melding door Den Drijver c.q. de RDD Family Foundation van het belang in VDM. Dat belang was voor 1 januari 2008 reeds 4.594.815 aandelen oftewel 9.5%. Door de uitgifte van de 2e tranche earn-out Curvalue kwamen daar nog eens 933.246 aandelen bij, zodat het totale belang 11.8% was. Aangezien bij meer dan 10% van de aandelen in een financiële instelling een vergunning van DNB benodigd is, was in december 2007 door Norton Rose een vergunning aangevraagd. Omdat die vergunning er in januari nog niet was vroeg Norton Rose aan Seinstra de aandelen niet uit te geven. Seinstra zei vanwege contractuele en andere verplichtingen niet aan dit verzoek te kunnen voldoen waarna de aandelen een tijd "*bij Kempen op de plank zijn*

²⁰⁶

Gespreksverslag Moos, p. 6.

blijven liggen". Naar zeggen van Seinstra is op 17 juni 2008 wel een melding gedaan, voor een totaal belang van 10.34% maar dat had te maken met een herijking van de 4.594.815 aandelen als gevolg van intrekking van de ingekochte eigen aandelen. De nog steeds niet gemelde 933.245 aandelen duiken bij de AvA van 22 mei 2008 op onder de naam van Citibank NA met de heer J. de Jong als gemachtigde. Ook op de AvA van 7 mei 2009 wordt door Den Drijver opgemerkt dat de RDD Family Foundation op 31 december 4.369.017, zijnde 9.7% van de uitstaande aandelen houdt.

410. De AFM vertoont de volgende meldingen voor de RDD Family Foundation.

"

<i>Meldingsplichtige</i>	<i>Transactiedatum</i>	<i>Gemeld percentage</i>
<i>RDD Family Foundation</i>	<i>1-11-2006</i>	<i>6.33%</i>
<i>RDD Family Foundation</i>	<i>17-6-2008</i>	<i>10.34%</i>
<i>RDD Family Foundation</i>	<i>26-9-2008</i>	<i>9.96%</i>
<i>RDD Family Foundation</i>	<i>11-8-2009</i>	<i>0%</i>

"

411. In totaal wordt in 2008 voor EUR 29.8 miljoen aan aandelen ingekocht, hetgeen een groot effect had op de liquiditeitspositie van de vennootschap, zoals uiteengezet in hoofdstuk 3. Seinstra had Den Drijver voorgesteld de inkoop *"plaats te laten vinden via een bank, als gefaciliteerd door Europese regelgeving, maar de heer Den Drijver wilde dat VDM de inkoop zelf deed. Mevrouw Seinstra heeft zich vooral bemoeid met de tweede inkoop onder de machtiging verleend door de BAVA voorjaar 2008. Die was in 2 weken gebeurd. De heer Den Drijver speelde bij de tweede inkoop een leidende rol. Mevrouw Seinstra stelt dat de heer Den Drijver tijdens de inkoop voorkennis had. Hij kende de halfjaarcijfers 2008 en hij wist dat er met GSFS gesproken werd. De halfjaarcijfers zijn 3 dagen na de inkoop van aandelen gepubliceerd"*. De voor de inkoop gegeven redenen vindt mevrouw Seinstra *"discutabel"*.²⁰⁷

(ix) One-tier board

412. In de notulen van de RvC van 13 juni 2008 (de Marez Oyens en McNally) is punt 6 van de agenda de *"One-tier Board"*. In de notulen is het volgende te lezen.

"Mr. Den Drijver said that the Executive Board ("EB") has been discussing the possible establishment of a one-tier board. Several large international companies have a one-tier board in place. Recently, as a reaction on the proposed change of law (to incorporate the one-tier board in the Dutch legal system), VEB and VEVO said to be in favor of a one-tier board structure. Mr. Den Drijver added that the decision to opt for a one-tier board largely depends on the character of the company and the type of its business. Mr. Den Drijver said that he believes a one-tier board structure to be very appropriate for Van der Moolen Holding N.V. ("VDMH"), enabling full use of the skills and knowledge of its board members. Mr. Den Drijver suggested a one-tier board of two executives and three non-executives, including a non-executive with a retail/banking background. The amendment of the articles of association, allowing for the one-tier board, and the appointment of the members of the one-tier board, should be scheduled for one and the same shareholders meeting. The

²⁰⁷

Gespreksverslag Seinstra, p. 2.

meeting agreed that a clear and timely communication with the shareholders is very important.

Mr. de Marez Oyens said that the future structure of VDM's board should be seen in connection with VDMH's strategy. The skills needed should be determined, both at an executive and a non-executive level, and the related responsibilities should be allocated, maintaining the non-executives' independence and their supervisory powers. The legal framework has to be investigated too, including the liabilities of the board members and the possible consequences for the insurance. Mr. de Marez Oyens acknowledged the possibility that the profile for a non-executive member of a one-tier VDMH board might not suit the present members of the SB.

Mr. McNally said that in his UK experience non-executive members of a one-tier board are experts in a certain field and are more involved with the company than a Dutch SB member. In the UK the combination of Chairman and CEO in one person has been opposed. Mr. McNally has a preference for a lean EB, enabling prompt decision making."

413. Het onderwerp komt in opvolgende RvC vergaderingen weer terug, bijvoorbeeld in de vergadering van 10 december 2008, waarin een statutenwijziging wordt aangekondigd. Volgens Wolfswinkel wilden Den Drijver en Kroon een one-tier board omdat er dan *"een chain of control ontstond en ze [i.e. Den Drijver en Kroon, onderzoekers] geen verantwoordelijkheid hoefden af te leggen aan de RvC ... De heer Den Drijver wilde naar een situatie die hij kon beheersen."*²⁰⁸ Volgens onderzoekers zou dit mogelijk kunnen verklaren waarom er niet actiever naar een CFO is gezocht na het vertrek van Wolfswinkel. De Marez Oyens en McNally hebben hier verder weinig aan toegevoegd in hun gesprekken met onderzoekers. In de notulen van de EMC hebben onderzoekers kunnen lezen dat Kroon zich wil presenteren niet als commissaris maar als *"non-executive member van een nieuwe one-tier board"*.²⁰⁹
414. Uiteindelijk is het er niet van gekomen en heeft in januari 2009 Kroon ingestemd om lid van de RvB te worden, waarvoor vervolgens een procedure bij DNB werd opgestart en zijn in maart 2009 Paardekooper en Zwart gevraagd tot de RvC toe te treden. Zwart zei in het voorjaar van 2008 ook al eens door Kroon gepolst te zijn om commissaris te worden en dat Kroon toen ook het idee van een one-tier board aan hem opperde.²¹⁰ Dit zal te maken hebben gehad met Kroons opstelling dat hij wel wilde meedoen aan een one-tier board, maar *"niet meer in de directie wilde plaatsnemen"*²¹¹, een opstelling die hij na herhaald aandringen van Den Drijver uiteindelijk liet varen.

(x) Projecten

415. De modus operandi van de RvB, en met name van Den Drijver als CEO, wordt ook geïllustreerd door de diverse *"projecten"* die in de periode 2006-2009 op de agenda zijn geweest. *"Kralen rijgen"* noemde Rondeltap dit. In chronologische volgorde noemen onderzoekers:

– Gibraltar

416. In de notulen van de RvB van 8 en 21 juni 2006 is een voorstel van Den Drijver te vinden om voor 33% founding partner van de Gibraltar Exchange ("GIBEX") te worden voor ongeveer EUR 1.7 miljoen. Het doel van de beurs zou zijn te handelen *"in kwaliteitsproducten als special products, voorkoming van stamp duty, commod"*.²¹² In de notulen van de RvB vergadering van 5 juli 2006 merkt Den Drijver op *"a business plan with potential revenues is necessary and needs to be sent with*

²⁰⁸ Gespreksverslag Wolfswinkel, p. 5.

²⁰⁹ Notulen EMC 2 juni 2008.

²¹⁰ Gespreksverslag Zwart, p. 1.

²¹¹ Gespreksverslag Kroon, p. 63.

²¹² Notitie Den Drijver voor RvB 21 juni 2006.

an explaining memo to the Supervisory Board".²¹³ Uit de stukken is verder op te maken dat "Hassans International Law Firm" and Bank Medici AG de andere 2 partners zijn, volgens Den Drijver partijen "met een uiterst goed netwerk in Zuid- en Oost-Europa".²¹⁴

417. Pruis vertelde onderzoekers dat hij de transactie niet zo zag zitten, ook niet met Bank de Medici en dat hij Den Drijver suggereerde dat dit in de RvC besproken moest worden.²¹⁵ Ook de heer Rondeltap zei onderzoekers het Den Drijver "afgeraden" te hebben nadat hij er naar was gaan kijken.²¹⁶ Dat het project doorging ondanks de bezwaren van 2 van de 3 leden van de RvB geeft volgens onderzoekers aan dat Den Drijver al onmiddellijk na aantreden in elk geval "primus inter pares" was maar veeleer nog als CEO optrad, in tegenstelling tot wat daarover in het directie reglement was opgenomen. Het project wordt (volgens de notulen) door Den Drijver uitgelegd in de RvC van 26 augustus 2006.

"After that the Chairman yielded the floor to Mr. Den Drijver to give an explanation to the Gibex project. The Company has joined the project of the two stating sponsor's, namely the local law firm Hassans and the Austrian-based Bank Medici (a very well connected bank in Austria and Eastern Europe and owned for 25% by the largest bank of Austria, the Austria Creditanstalt) for the launch of a locally established exchange. It is expected that a subsidiary of the Deutsche Börse AG will provide the technical assistance and know how on the operations of an exchange. It was the intention that other parties will participate in this venture also to attract flow to this platform over a period of 6 till 9 months. He also mentioned that VDM acquired one third of the shares for a purchase price of € 1,66 million and provides a shareholder loan of € 325K. The payment of the purchase price is subject to the obtaining of a license to operate an exchange from the Gibraltar Authorities. Mr. Van den Brink asked what the competitive edge of this exchange will be. Mr. Den Drijver responded that Gibraltar is part of the Europe and the exchange will have favorable listing- and trading rules."

418. Volgens Van den Brink²¹⁷ had Den Drijver geen business plan voor Gibraltar maar confronteerde hij de RvC hiermee. De investering is doorgegaan maar eind 2007 werd al besloten de investering van de hand te doen. De operaties uit Gibraltar waren verlieslatend. Zo is in de notulen van de RvB van 24 oktober 2007 te lezen dat de maandelijkse kosten van Gibraltar ongeveer GBP 80.000 bedragen tegenover maandelijkse inkomsten van ongeveer GBP 30.000, derhalve een verlies van GBP 600.000 op jaarbasis. Bank Medici bleek te zijn Sonja Kohn, de "criminele geestverwant van Madoff wier hebzucht en vindingrijkheid de zijne evenaarde"²¹⁸ Mevrouw Kohn is na het Madoff schandaal spoorloos verdwenen, haar Bank Medici achterlatend. Interessant is om in de uitgebreidere versie van de notulen van de RvB vergadering van 2 augustus te lezen.

"A consequence of GIBEX is to start at first negotiations with the Deutsche Börse to use their trading platform. The investment will be a maximum € 2,35 Mio to become 33,3% partner."

CR and LP raise the question whether we should do a background check on the other founding partners. RdD explains the background of the other partners within this deal, i.e. Hassans Holding Ltd, Bank Medici AG: Hassans is one of the most respectable law firms in Gibraltar, and Bank Medici AG is a very well connected bank in Austria and Eastern Europe and is 25% owned by the largest bank of Austria Bank Austria Creditanstalt. RdD

²¹³ Minutes Executive Board Meeting 5 juli 2006.

²¹⁴ Minutes Executive Board Meeting 5 juli 2006.

²¹⁵ Gespreksverslag Pruis, p. 2.

²¹⁶ Gespreksverslag Rondeltap, p. 2.

²¹⁷ Gespreksverslag Van den Brink, p. 3.

²¹⁸ Aldus de curator van Madoffs investeringsmaatschappij in een artikel in het FD zaterdag 11 december 2010.

considers a background check not necessary. LP mentions the control risks and the resources needed for such a project."

– Chicago Board Options Exchange

419. Het volgende project van Den Drijver is een investering rond dezelfde tijd in een nieuw op te zetten Chicago Board Stock Exchange LLC, als een onderdeel van de Chicago Board Options Exchange. Investeerders werden gevraagd om participaties van USD 2.5 miljoen te nemen voor een 10% belang. In de notulen van de RvC van 26 juli 2006 is te lezen dat via VDM Specialists een investering van ongeveer USD 8 miljoen gedaan zal worden voor een belang van 18%. In dezelfde notulen van de RvB vergadering van 2 augustus 2006 uit Pruis weer zijn zorg.

"Regarding CBOX RdD mentions that this is a most successful Option Exchange. LP brings forward the high risk and therefore it takes much time and attention to control this investment by VDMS. RF has explained this in the last SB meeting. RdD mentions also that both projects would start at the end of this year or at the beginning of next year; at which time we have to be in control anyway. The bank guarantee will return by not closing the deal. The Supervisory Board at least needs to approve."

420. In de RvC vergadering van 29 augustus 2006 ontvouwt Den Drijver de strategie voor VDM na de overname van Curvalue, waaronder op de middellange termijn de aspiratie onder meer is *"liquidity provider in stock and derivatives advice in 3 time zones: Europe, US and Far East"* te zijn en derhalve liquidity provider op de Chicago Board Stock Exchange. Veel meer is er ook over deze investering niet in de notulen van de RvC te lezen. De Marez Oyens zei onderzoekers zich wel in de onderliggende strategie te kunnen vinden en dat *"Chicago nog heel lang een leden organisatie was, dus de enige manier om er te handelen was door een zetel te kopen"*.²¹⁹
421. De curatoren melden in hun verslag van 14 oktober 2009 dat VDM *"een met derden gedeeld circa 20% belang in de beurs CBSX"* heeft en dat die derden toestemming dienen te geven voor verkoop van dat belang.²²⁰ Elders is te lezen dat het om een onbenutte zetel ging. In hun verslag van 20 juli 2010 melden curatoren dat zij het belang vooralsnog aanhouden en wachten tot een gunstiger moment van verkoop.

– Overige Projecten 2006

422. Andere projecten die in 2006 ondernomen werden zijn de aankoop via een activa/passiva transactie van HIT, de elektronische handelsactiviteiten van Binck Bank in Londen, de opening van een branche in Monaco van Van der Moolen Financial Services SAS, de overname (van cliënten en een paar werknemers) van Easy Broker en de opening van een branche in Zug. Over al deze projecten is kort iets terug te vinden in de notulen van de RvB, en ook in de door de RvC goedgekeurde strategie als door Den Drijver uiteengezet in de RvC vergadering van 29 augustus 2006.

– Projecten 2007

423. Ook in 2007 worden veel projecten in de RvC ter sprake gebracht: in de vergadering van 21 februari 2007 waren dat de *"aankoop"* van een team van 13 handelaren (Project Safe) die uiteindelijk niet doorgaat, de reorganisatie (afslanking) bij VDM Specialists (Project Falcon). Een zeer grondig voorstel (met business case) voor de aanschaf van Robbins & Henderson, een broker op de NYSE voor 30/35/35% van de waarde over 3 achtereenvolgende boekjaren, met een eerste tranche van USD 2 miljoen bereikt de RvC op 14 mei 2007. De strategie in de VS zou dan zijn te concentreren op de brokerage activiteiten (inclusief Robbins & Henderson), de investering in de CBOEX en de VDM operaties aan NYSE.

²¹⁹ Gespreksverslag De Marez Oyens, p. 2.

²²⁰ Verslag curatoren aan Rb Amsterdam, 23 oktober 2009.

424. Apart is elders al ingegaan op de in het najaar 2007 aangegane joint venture met GSFS en de lening aan Avalon. Ook de delisting op de NYSE en het sluiten van de activiteiten van VDM Specialists in de VS moeten in dit hoofdstuk worden vermeld. Den Drijver heeft naar de indruk van onderzoekers een belangrijke rol gespeeld bij het besluit om de verlieslatende activiteiten in de VS te staken en de implementatie ervan.
425. Uit de notulen van de RvB blijkt dat er in 2007 gesprekken werden gevoerd met Sycap, een bedrijf in Zweden waar Den Drijver mee in contact gebracht wordt door Rowe. Sycap ontwikkelt een platform voor zogenaamde Contract For Difference. Dit product wordt ook wel met "*spread betting*" aangeduid. Hiermee kunnen klanten posities innemen om te profiteren van koersverschillen met de financiële dienstverlener als tegenpartij. VDM heeft volgens de notulen van de RvB van 3 oktober 2007 een contract om, op basis van dit platform, in zee te gaan met Sycap, de vennootschap van Rowe. Onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen of dit contract met Rowe/Sycap is besproken/goedgekeurd door de RvC. Hoewel dit initiatief los staat van Online Trader wordt er bij het stopzetten van Online Trader in 2008 door VDM gezegd dat VDM Global Markets een alternatief vormt om de retailmarkt te bedienen.

– Azië

426. Op de agenda van de vergadering van de RvB van 14 augustus 2007 (waarvan onderzoekers geen notulen hebben gelezen) staat voor het eerst onder het kopje "*New Projects*" het onderwerp "*Asia*". Onderzoekers begrijpen dat de gedachte was dat VDM zou aanhaken bij het GSFS kantoor in Hong Kong om te bezien hoe daar "*market making and specialist activities*" zouden kunnen worden gestart. In januari 2008 wordt er binnen de RvB nog steeds over dat mogelijke "*rep office*" in Hong Kong gepraat, en een paar maanden later wordt duidelijk dat VDM de huur van de kantoren van GSFS in Hong Kong zal overnemen en dat de "*p/l of this Hong Kong joint venture will be added to the p/l of the other joint ventures with GSFS*".²²¹
427. Volgens de notulen van de vergadering van de Audit Committee van 21 juli 2008 is er plotseling interesse voor een joint venture met een meneer Wang "*the owner of a (financial) interactive television channel; he is also the owner of 8 out of 9 existing licenses in China and is seeking for cooperation with VDM to manage these licenses*".²²² De Marez Oyens krijgt op zijn vraag naar de achtergrond van de heer Wang te horen dat zijn company genoteerd is aan de Hong Kong Stock Exchange.
428. In de Audit Committee vergadering van 1 oktober 2008 (onderzoekers gaan er vanuit dat de 2 leden van de RvC minder relevant achten in welk van de 2 gremia waar zij de enige leden van waren zij in die tijd over welke onderwerpen spraken), waarin ook wordt medegedeeld dat VDM een joint venture met John Rowe van Sycap is aangegaan, wordt door Warmer van E&Y opgemerkt dat zij gevraagd zijn due diligence met betrekking tot Hong Kong te doen.

"Mr. Den Drijver emphasizes that he finds this case an outstanding opportunity to enter into the China markets. A valuable asset of the company is the client base, which equals a 100 million leads; besides that Mr. Wang has a large interest in distribution channels which will be the tool to sell the VDM products. In this a link is found with Avalon, a company in the Netherlands that has the expertise/technology and exclusive rights in interactive television. VDM entered into a loan agreement with Avalon this year, with a 5% option right.

At the request of Mr. de Marez Oyens, Mr. Den Drijver explains that he would like to establish a joint-venture with First China Financial Holding Ltd by acquiring 49% of the

²²¹ Minutes Executive Board 26 March 2008.

²²² Minutes Audit Committee 21 July 2008.

shares to be issued. Mr. de Marez Oyens looks forward to receive the business case in due time for discussion and decision making."

429. In de notulen van de Audit Committee van 10 december 2008 merkt Den Drijver op *"that the due diligence with respect to Hong Kong did not go as planned and that the feedback was not good"*. Warmer merkt op *"that First China did not or only reluctantly provided information and the changes within First China were detrimental to the process"*. Het project met de heer Wang lijkt daarmee een zachte dood gestorven want er is verder niets meer over in de notulen te lezen.

– Overige Projecten 2007

430. In de notulen van het EMC in het najaar van 2007 is te lezen over voorstellen om trading/brokerage licenses aan te vragen in Hong Kong en Singapore, maar ook in Cyprus en Dubai. Vogel was bij veel van deze voorstellen betrokken maar veel van de activiteiten bleven bij een discussie in het EMC, waarin Vogel een actieve rol speelde die zich uitstreckte tot het maken van business plannen voor VDM Specialists. Daarnaast is in de notulen van de RvB van het najaar 2007 te lezen over verschillende projecten, zoals (i) VOLT over de IT-ontwikkelings en support staff van Online Trader in Londen die een eigen bedrijf willen starten om vervolgens met de VDM Online Trader bedrijven services agreements aan te gaan, (ii) Dort over de mogelijke aankoop van een broker in Düsseldorf en (iii) Berkeley over een mogelijke verkrijging door VDM van een bedrijf uit het Verenigd Koninkrijk dat zich bezig houdt met Online Trader en brokerage activiteiten.

– Overige Projecten 2008

431. Zoals al opgemerkt is in hoofdstuk 2.3 werd in de context van de uitbouw van Online Trader besloten dat de vergunning die VDM SAS van de Franse toezichthouder had wel meer was dan een Nederlandse vergunning voor brokerage, maar toch niet voldoende voor het houden van derdengelden en het verstrekken van een (effecten)krediet in de context van de uitrol van Online Trader naar particulieren. Derhalve werd al in 2006 besloten dat er een bankvergunning bij DNB zou worden aangevraagd. Len Steffen werd daarvoor als extern adviseur aangetrokken, maar die zei volgens Van der Linden *"al snel: ik denk dat jullie niet helemaal goed inschatten wat daar allemaal bij komt kijken. Dus die schoot dat eigenlijk snel af."*²²³
432. Ook Van der Merwe was betrokken bij de aanvraag van een bankvergunning en had in 2008 met Wolfswinkel een gesprek met DNB over de procedure voor het aanvragen van een bankvergunning. DNB gaf aan wat nodig was, maar volgens Van der Merwe zijn de plannen nooit uitgewerkt *"door de steeds veranderende strategie"*.²²⁴ Volgens Wolfswinkel besloot Den Drijver na terugkoppeling van dit eerste gesprek het project te stoppen en om via een andere route voor een Franse bankvergunning te gaan. In de ogen van onderzoekers één van de vele vliegers die werd opgelaten maar al snel weer neerkwam door gebrek aan uitvoering.
433. De in 2008 gestarte operaties in Lugano worden in 2009 alweer stop gezet. In de notulen van de EMC van 21 april 2009 is te lezen: *"de kosten zijn 55k, de opbrengsten maandelijks nauwelijks 20k"*. Ook Den Drijver zegt in het jaarverslag 2008 in zijn persoonlijke bericht: *"In hindsight, we were too optimistic in our assumptions regarding new activities last year. With respect to Online Trader, we underestimated the investment and effort to build a marketing and backoffice organisation... we have also come to realise that under the current market conditions, it is not the right time to expand in Asia."*

4.3 RvC

(a) Samenstelling RvC in de Onderzoekperiode

²²³ Gespreksverslag Van der Linden, p. 14.

²²⁴ Gespreksverslag Van der Merwe, p. 2.

434. Zoals is te zien in Bijlage 8 ging de RvC van de statutair voorgeschreven 5 commissarissen bij de aanvang van de Onderzoeksperiode binnen twee en half jaar naar 3 en nog een jaar later naar 2 commissarissen. Niet alleen in numeriek opzicht betekende dit een verzwakking van het toezicht en het bieden van tegenwicht aan de RvB. Hierboven is in nrs. 377 e.v. al uiteengezet wat commissarissen bewoog voortijdig (Van den Brink) te vertrekken c.q. niet "bij te tekenen" (Arentsen). Uit de gesprekken met de betrokken commissarissen, bestuursleden en staf en uit de notulen leiden onderzoekers 2 redenen af voor deze verzwakking.
435. De eerste heeft te maken met de reputatie van VDM in die jaren. Naar aanleiding van de problemen in de VS, de teruglopende resultaten en het grote aantal vertrekkende stafleden en handelaren was VDM niet langer "*de lieveling van de beurs*" die het bedrijf in de jaren 90 was geweest. Hoewel met name in 2007 wel serieuze pogingen zijn gedaan een aantal kandidaat-leden voor de RvC te polsen, haakten de kandidaten toch steeds af of bleken niet beschikbaar. Hierboven is in nr. 390 uiteengezet wat de redenen waren voor de heer X om uiteindelijk niet als commissaris toe te treden.
436. De tweede reden is gelegen in wat anderen noemen de wens van Den Drijver om controle te houden. Het is jammer dat onderzoekers dit niet met Den Drijver zelf hebben kunnen bespreken maar een aantal geïnterviewden hebben tegenover onderzoekers verklaard dat de serieuze poging van Den Drijver om een zgn. "*one-tier board*" voor VDM in te stellen (met Kroon als non-executive Chairman) daarin is gelegen. Diezelfde reden kan ook geacht worden ten grondslag te liggen aan de benoeming van McNally als commissaris in mei 2008. McNally was accountant en werkzaam bij de Wilton Group, een kantoor dat VDM in Engeland adviseerde en in die hoedanigheid kende hij Den Drijver. Niet onafhankelijk in de zin van de vigerende Corporate Governance Code en bovendien een persoon die niet echt "boven" het enige lid van de RvB stond. Volgens McNally had Den Drijver met hem over een one-tier board gesproken en was het Den Drijvers idee daar 2 of 3 non-executives in te hebben. Volgens McNally was er tussen hem en de Marez Oyens geen taakverdeling (behalve dat de Marez Oyens de RvC zou leiden en McNally de Audit Committee) en weinig contact buiten de vergaderingen. Ook tussen McNally enerzijds en Zwart en Paardekooper anderzijds was er weinig contact buiten de vergaderingen, die bovendien op instigatie van Zwart, na zijn aantreden in het Nederlands werden gehouden. Paardekooper zorgde ervoor dat de Engels sprekende McNally dan werd bijgepraat.
437. Uit dit alles komt bij onderzoekers het beeld naar voren van een sterke ceasuur in de samenstelling en invloed c.q. het gezag van de RvC in de Onderzoeksperiode. Tot aan het aftreden van Van den Broek en Arentsen in mei 2008 was er een RvC van meer "ouderwetse snit", die zich in het contact met de RvB deed gelden. Daarna was er een RvC die steeds meer "achter de feiten aanliep" en door de RvB makkelijker was te bespelen. Dit werd weer anders in de laatste maanden voordat het doek viel voor VDM toen Zwart en Paardekooper ingewerkt waren en in de gaten kregen wat er speelde.

(b) Toezicht

438. Volgens de tijdens de Onderzoeksperiode vigerende wet en corporate governance beginselen heeft de RvC de taak "toezicht te houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in de vennootschap en de met haar verbonden onderneming. Hij [RvC, onderzoekers] staat het bestuur met raad terzijde." ²²⁵ Los van allerlei detail uit de Corporate Governance Codes van 2003 en 2009 kan voorts gesteld worden dat voortschrijdend inzicht in de Onderzoeksperiode de RvC een bijzondere rol toedicht in overname situaties en bij de beloning van het bestuur en overige geledingen in het management. Daarbij speelt dat de RvC ook geacht wordt de kwaliteit van zijn eigen functioneren te beoordelen. Ten aanzien van de samenstelling stelt Principe III.2 van de 2009 Code dat "de leden van de RvC ten opzichte van elkaar, het bestuur ... onafhankelijk en kritisch

kunnen opereren." Deskundigheid, met name ook op het financiële vlak bij leden van de Audit Committee, zijn daarbij onderdeel van de kwalificaties.²²⁶

439. Onderzoekers achten het niet in de opdracht van de OK besloten liggen om ten aanzien van de individuele leden van de RvC feiten en observaties weer te geven die slaan op het functioneren van elk van die leden. Uit alles wat onderzoekers hebben gelezen en gehoord blijkt dat Van den Brink tegenwicht bood aan Den Drijver, hem waar nodig probeerde aan te sturen en te adviseren en, tot aan de breuk in de zomer van 2007, daarin de RvC meenam. Ook in de 9 maanden dat Arentsen voorzitter van de RvC was, was er sprake van een pro-actieve, sturende en adviserende rol van de RvC. Arentsen achtte het niet in het belang van de onderneming om de CEO heen te sturen noch dat de hele RvC zou opstappen bij de breuk tussen Van den Brink en Den Drijver, maar driekwart jaar later was het eigenmatig optreden van Den Drijver en het doorkruisen van met de RvC gemaakte afspraken (zie nrs. 391 e.v.) voor Arentsen toch ook aanleiding om op te stappen. Hoewel tot dat moment de voorzitters van de RvC wel leidend waren in het toezicht op de RvB namen zij de overige leden van de RvC hier wel in mee, zoals in de volgende alinea's uiteen zal worden gezet. Dat ligt in de lijn van toenmalig van toepassing zijnde corporate governance gebruiken. Eveneens zal hierna uiteengezet worden dat in de periode erna een andere dynamiek tussen de RvC en de RvB bestond.
440. De RvC was tot aan het vertrek van Arentsen actief betrokken bij het bepalen van de strategie. Dat er momenten waren dat Den Drijver zijn eigen gang ging (aantrekken Kroon, ontslag stafleden, Gibraltar) doet daar niet aan af: er zat een RvC waar Den Drijver wel rekening mee moest houden en waar hij, getuige de notulen van de RvC en de Audit Committee, met de meeste zaken die daar hoorden (inclusief de vele projecten die werden ondernomen) ook wel naar toeging. Waar het begin van de samenwerking met GSFS nog wel paste in de uitgezette strategie begonnen er vanaf 2008 steeds meer tekenen te komen van activiteiten die daar minder bij pasten (Avalon en DIMP, de heer Wang in Hong Kong, deelnemingen in de beurs van Dubai). Het stopzetten van Online Trader in augustus 2008 was zelfs regelrecht in strijd met de enige maanden eerder gedane uitspraken over de uitbouw van VDM's strategie.
441. Het meegaan van McNally en de Marez Oyens in de wens van Den Drijver om een one-tier board in te stellen is, in het licht van de tot dan toe opgedane ervaringen, volgens onderzoekers eveneens een teken dat de (leden van de) RvC achter de feiten beginnen aan te lopen, met name ook omdat dit aanleiding was te berusten in de uitdunning van de RvC en de RvB en de dominantie van Den Drijver. Evenzo vinden onderzoekers de passiviteit van de RvC bij het vertrek van Wolfswinkel in de zomer van 2008 en het niet vervullen van de vacature voor de CFO gemiste kansen om te reageren op signalen die een proactieve RvC had behoren op te pakken. In zekere zin werd er vanaf toen tot aan de actieve betrokkenheid van Zwart en Paardekooper in berust dat Den Drijver zonder effectief tegenspel kon doen wat hij wilde.
442. Hoewel de RvC niet volkomen op de hoogte moet worden geacht van het grote verloop onder het (toenmalig) VDM personeel in 2006 en 2007 zijn er (getuige de uitspraak van Arentsen, zie nr. 459) bij de RvC wel signalen terechtgekomen (van Heibels en Rondelap rechtstreeks en indirect, door afwezigheid bij RvC en Audit Committee vergaderingen van mensen als Snoek) dat een aantal staffunctionarissen onder Den Drijver minder goed gedijde. E&Y heeft in de Audit Committee ook meerder malen gewezen op de risico's in de (onder)bezetting van de financiële afdeling. Ook de late oplevering, ondanks dag en nacht hard werken, van de periodieke financiële rapportages en de jaarcijfers kan de RvC niet zijn ontgaan. Onderzoekers hebben ook in hun interviews niet de indruk gekregen dat dit ondanks gesprekken daarover in of rond de RvC/Audit Committee vergadering aanleiding was voor de RvC om actiever te interveniëren.

Het heeft onderzoekers bovendien verbaasd hoe de RvC, die collectief zo tegen het weer aantrekken van Kroon was, vervolgens diens vanaf 2008 steeds zichtbaarder rol bij de vennootschap geheel heeft geaccepteerd.

443. Een ander punt waarvan het onderzoekers voorkomt dat de RvC wist, maar niet sturend is opgetreden, is het aandeleninkoop programma. Zowel op de uitvoering als de timing van de inkoop is wat te zeggen maar onderzoekers hebben niet kunnen vaststellen dat daar door de RvC op is aangestuurd.
444. Zoals onderzoekers elders hebben opgemerkt staat dat voorval niet alleen en zijn er in het doorgaan met projecten als Gibraltar en de dividendarbitrage activiteiten met GSFS andere voorbeelden te vinden van onderwerpen waar Den Drijver in volhardde ondanks het feit dat de RvC had aangegeven aarzelingen te hebben.
445. Het uitrollen van Online Trader, één van de redenen van de overname van Curvalue, is in verschillende opvolgende jaarverslagen genoemd als een strategische prioriteit. Terwijl al bij de overname was vastgesteld dat de roll-out vertraging opliep (zie nr. 91) is er in de notulen van de RvC niets te vinden dat wijst op belangstelling van de RvC voor dit onderwerp, ook niet bij het uitblijven van resultaten of de plotselinge stopzetting van deze strategische activiteit in augustus 2008. Waar er, op instigatie van de RvB, wel in de RvC gesproken werd over min of meer exotische projecten als Hong Kong, de deelname in een beurs in Dubai, Cyprus, Gibraltar en dergelijke, was Online Trader veel minder een regelmatig terugkerend onderwerp. Sterker nog, onderzoekers kunnen zich niet aan de indruk onttrekken dat een deel van die projecten op de agenda van de RvC verschenen vanwege het uitblijven van succes bij Online Trader.
446. De tweehoofdige RvC die er was van mei 2008 tot mei 2009 was niet alleen dun bezet, maar het was ook een periode waar Den Drijver meer nog dan voorheen zich kon gedragen als een "directeur-groootaandeelhouder"²²⁷ in plaats van als de CEO van een beursgenoteerd fonds, een gedragswijze die zich al geopenbaard had in 2006 onder het voorzitterschap van Van den Brink. Juist in deze periode vielen zaken als het vertrek van Wolfswinkel en Seinstra, de promotie van Moos en het daarmee onvervuld laten van de CFO positie, een soortgelijke aanpak met de benoeming van Van der Linden als group president en het daarmee onvervuld blijven van de COO functie, het niet opvolgen van de in het kader van de Avalon-leningen gemaakte afspraken met betrekking tot Online Trader en Tradex, de samenwerking met GSFS en de verslechtering van de liquiditeitspositie.
447. Zwart en Paardekooper kregen binnen 2 maanden na hun aantreden een duidelijk beeld van hoe de vennootschap er voorstond en hebben handelend opgetreden op de signalen die zij ontvingen. Hun optreden en de mate waarin zij hun toezichtfunctie vervulden samen met McNally zullen onderzoekers bespreken in het hoofdstuk 5.

(c) Audit Committee

448. Onderzoekers wijden enkele paragrafen aan het functioneren van de Audit Committee. Net als de RvC vergaderde het Audit Committee frequenter dan doorgaans het geval is bij beursfondsen van vergelijkbare omvang, met name in de eerste jaren van de Onderzoekperiode (13 keer in 2006, 9 keer in 2007, 6 keer in 2008 en 4 keer tot aan de surseance in 2009). Onderzoekers krijgen de indruk dat vaak alle (4 tot 2) leden van de RvC de Audit Committee vergaderingen bijwoonden (ze waren geagendeerd) en dat de financiële expertise gewaarborgd was in de personen van Van den Brink, Arentsen, en later McNally en de Marez Oyens.
449. De vergaderingen zijn goed geagendeerd en genotuleerd. Onderwerpen, die gedocumenteerd besproken werden waren Compliance, Risk Management, interne en externe accountants rapporten,

²²⁷

Gespreksverslag Van der Linden, p. 16.

jaarverslaggeving, waarderingsissues en overige financiële onderwerpen. Het Audit Committee hield zich ook bezig met de "beauty-parade" die in 2005 was uitgeschreven voor de positie van externe accountant, die van PWC in 2006 naar E&Y ging. In de notulen van de vergadering van 26 april 2007 wordt de self-assessment van de leden van de Audit Committee besproken. De M  ris zegt naar aanleiding van de uitkomst

"his preliminary observations ... were the fact that the Audit Committee was sometimes too lenient towards management, for example with regard to:

- (i) the results and the reports of the internal audits;*
- (ii) the distribution of information so that information could be presented sooner to the Audit Committee;*
- (iii) the monitoring of the progress of the SOX project."*

450. Vanaf 2008 zijn de notulen iets summierder en wordt er iets minder frequent vergaderd zo krijgen onderzoekers de indruk uit de aangeleverde notulen. Er wordt in die periode ook meer over de "verplichte" onderwerpen gesproken en iets minder in de breedte. De M  ris vertelde onderzoekers dat er door Wolfswinkel voor gekozen was om de interne audit rapporten in eerste instantie niet aan E&Y te geven, hoewel ze wel besproken werden in vergaderingen van de Audit Committee waar E&Y bij zat en dat ook om de kosten te besparen was besloten in de Audit Committee dat E&Y geen "full review" van de kwartaal en halfjaar cijfers zou doen. Ook bevestigde De M  ris dat E&Y opmerkingen had gemaakt over de vacatures in de RvB en RvC en dat het denken over het nieuwe one-tier model werd genoemd als verklaring voor het gebrek aan opvulling. De M  ris zei overigens ook dat E&Y in de maanden juni en juli 2009 stond op het uitvoerig aanpassen van de notulen van de Audit Committee vergaderingen omdat zij vonden dat ze als aangeleverd geen correcte weergave boden.
451. De relatie met GSFS, met name de fiscale aspecten daarvan, was veelvuldig onderwerp van gesprek in de Audit Committee in de periode najaar 2008 tot het voorjaar 2009.
452. Eén van de onderwerpen die in de Audit Committee/RvC thuis horen is Risk Management. Onderzoekers hebben een rapport aangetroffen van Boer & Croon, gedateerd 29 december 2006, getiteld "*Risk @ VDM*". Het rapport geeft een goed beeld van het risk management zoals dat in die tijd bij VDM werd gevoerd. Het rapport kwam tot stand onder het hoofd Risk Management ad interim Bart Harmsen. Geconstateerd worden de volgende zaken:
- *Fragmentarische aanlevering rapportages (van wisselende kwaliteit)*
 - *Geen consolidatie op holding niveau van risico's*
 - *Kennis over rapportage maar bij één persoon bekend*
 - *Niet alle limieten zijn bekend; bekende limieten worden niet systematisch bijgehouden*
 - *Het monitoren van real time posities gaat via het systeem PMS, dat nog "bugs" bevat. De activiteiten in de VS kunnen niet real time gemonitord worden*
 - *Log-ins en passwords die worden gebruikt staan op naam van oud-medewerkers*
 - *Werkmaatschappijen kunnen zelf reconciliatie software aanpassen*
 - *Geen medewerking op dit gebied van VDM USA en VDM Options.*
453. Het rapport bevat een aantal concrete aanbevelingen. In de Audit Committee vergaderingen van januari, februari, maart en april 2007 wordt over risk niet gesproken, maar in de mei vergadering merkt Wolfswinkel op dat "*this important topic should be more frequently discussed during the Audit Committee and the Executive Board will provide the Meeting with a project plan, including prioritisation and time Lines for this project.*" Het is voor het eerst in de Onderzoeksperiode dat risk serieus op de agenda komt in mei 2007 en in de vergadering van 4 oktober 2007 is er een risk management program voor VDM, met een "road map" voor implementatie en discussie van verschillende risks tot in het 3e kwartaal 2008.

454. Onderzoekers hebben van de verdere implementatie en bespreking van dat risico plan niet veel terug gezien in de notulen van 2008 en 2009. Wolfswinkel zei onderzoekers dat hij bij binnenkomst in 2007 op het gebied van risk constateerde dat er bij Curvalue "geen systeem was waar alles bij elkaar kwam" en dat Thijs Booi, die verantwoordelijk was voor risk, een ex-handelaar was. In de buitenlandse vestigingen combineerden actieve handelaren zelfs de functie van handelaar met die van risk en compliance manager. Hij zei, en dat klopt met de indruk die onderzoekers hebben gekregen, dat "Van den Brink en Arentsen niet wisten dat het risk management zo slecht geregeld was en dat hij [Wolfswinkel] het op de agenda van de RvC heeft gezet."²²⁸
455. Onderzoekers hebben de indruk dat het bij deze kortstondige opleving is gebleven wat risk betreft en dat in 2008 en 2009 dit onderwerp niet meer regulier op de agenda van de RvC/Audit Committee stond. Die agenda werd meer bepaald door de onderwerpen die op dat moment voorhingen, zeker na het vertrek van Wolfswinkel en Seinstra (die Compliance deed) in de zomer van 2008
456. Als laatste zij vermeld dat PWC, weliswaar als uitleg van het feit dat ze niet mee wilden doen aan de "beauty contest" die de RvC voor de accountantsrol had uitgeschreven, op 31 maart 2006 in een brief aan de RvC en RvB "ongoing inadequate staffing within the Company's Financial reporting function" (als vermeld in hun rapporten) noemde als één van de redenen waarom VDM "een relatively high level of audit risk vormt". Pruis zei onderzoekers dat er al mensen als Moos waren aangetrokken om het gebrek aan resources op te vullen maar zoals elders al is opgemerkt: genoeg was het niet (Moos werkte dag en nacht).

4.4 Overige Corporate Governance aspecten

(a) Verloop stafmedewerkers

457. In zijn 100-dagen presentatie (zie nr. 360) noemt Wolfswinkel onder meer de "dunne bezetting". Hij zei onderzoekers daarover:

"Veel personen op sleutelfuncties zijn vertrokken en vervangen door junior interimers. In het document staan de vertrekkende mensen opgesomd. Bij bedrijven die samengaan zijn er altijd mensen die weggaan. Bij VDM en Curvalue ging het om twee bloedgroepen die niet goed samengingen. De oud VDM'ers gingen weg en Curvalue dreef langzaam boven. Er was geen duidelijke trend in vertrekkers toen hij binnenkwam. Naarmate de heer Wolfswinkel langer bij VDM werkzaam was, zag hij dat de stijl van Den Drijver zich kenmerkte door management by absence en dat brak op. Hij heeft ook aangekaart bij de heer Den Drijver dat een dag in de week aanwezig zijn niet voldoende is.

*Iedereen maakte zich druk over andermans werk en bewoog niet binnen zijn of haar eigen functie. Dit duidt hij in het document aan met insufficiënt unsystematic, hierarchical steering, high staff turnover, instability in processes."*²²⁹

458. Wolfswinkel zegt in zijn 100 dagen presentatie dat "high staff turnover [is] causing instability in processes, lack of history etc" en "key functions are vacant far too long (IA, IT, various F&A, HR, IR)". In de verschillende verweerschriften in diverse ontbindingsprocedures die VDM aanging ter zake van de vertrekkers hebben onderzoekers onder meer een opsomming gezien van de vertrekkenden. Zo staat er in het door Baker & McKenzie vervaardigde verweerschrift van Rondeltap dat tussen eind 2006 en eind 2007 de volgende personen vertrokken:

"Vertrokken functionarissen zijn, al dan niet op eigen initiatief (niet limitatief):

²²⁸ Gespreksverslag Wolfswinkel, p. 2.

²²⁹ Gespreksverslag Wolfswinkel, p. 1.

1) De heer drs. L.J. Pruis RA	- CFO
2) De heer J.W. van de Water RA	- Interim CFO
3) Prof. Dr. R.G.C. van den Brink	- Voorzitter Raad van Commissarissen
4) De heer R. Hebels	- Director IT
5) De heer J. Unwin	- Director IT
6) De heer T. Bielsma	- Medewerker IT
7) De heer J. Barhorst	- Medewerker IT
8) De heer drs. J. van Nassau	- Risk Manager
9) Mevrouw drs. L. de Graaf RA	- Head of the TAX Department
10) De heer drs. S. van der Bom	- Controller
11) De heer drs. R. Klomp	- Controller
12) De heer S. Yau RA	- Controller
13) De heer A. Knol	- Administrateur
14) De heer drs. B. Van Meegeren RA	- Head of the Internal Auditor Department
15) De heer drs. G. Beekhof	- Head of the Sox 404 Project
16) De heer C. Hoffmann	- Statutair Directeur VDM Effecten Specialist BV
17) De heer R. van Duivenbode	- Statutair Directeur VDM Effecten Specialist BV
18) De heer E. Kummer	- Directeur VDM Obligaties B.V.
19) De heer D. Bastiaan	- Trader VDM Effecten Specialist B.V.
20) De heer T. Peetoom	- Trader VDM Effecten Specialist B.V.
21) De heer M. van Breemen	- Trader VDM Effecten Specialist B.V.
22) De heer D. Kapiteijn	- Trader VDM Effecten Specialist B.V.
23) De heer C. Heemskerk	- Trader VDM Obligaties B.V.
24) Mevrouw H. Hoogendorp	- Directiesecretaresse CFO
25) Mevrouw G. Brandes	- Directiesecretaresse CFO
26) Mevrouw L. Gowrising	- Receptioniste
27) Mevrouw D. Vogelzang	- Receptioniste"

Dat is een groot deel van de rond 40 personeelsleden die als staf in het "oude" VDM kantoor aan de Keizersgracht werkten. Van verschillende van deze personen hebben onderzoekers verklaringen gelezen of gehoord en de grootste gemene deler daarvan is de persoonlijke verhouding tussen hen en Den Drijver en zijn management stijl (per e-mail en telefoon, geen overleg, veel druk, niet open voor kritiek).

459. Onderzoekers hebben naast de mening die ze hierover van de leden van de RvB vroegen ook de leden van de RvC naar dit onderwerp gevraagd. Onderzoekers hebben commissarissen wel horen zeggen dat een bepaald individu was "weggemanipuleerd" en dat Den Drijver "onaangename e-mails" schreef, maar in het algemeen vond men dat een CEO recht heeft "om eigen mensen om zich heen te hebben, maar dat dan [het wegsturen] wel fatsoenlijk moest gebeuren". Eén van hen zei dat "achteraf bezien, lijkt het er op dat de heer Den Drijver aan management by fear deed. De RvC ontving toentertijd alleen signalen over vertrekkers in de bovenste laag van de organisatie". Dit terwijl E&Y in hun Long-Form Report over 2006 Financial Statements aan de RvC en de RvB opmerkte: "During 2006 and early 2007 there has been a significant amount of turnover in key positions (eg three CFO's, resignation of the head of the IT department, head of the internal audit department, head of SOX project controller, and tax controller). Many of these positions currently remain open, resulting in higher reliance on external consultants..."
460. Daarbij zij opgemerkt dat veelal in vacatures werd voorzien door mensen ad interim en door consultants. Uit de aard van hun tijdelijk verband kunnen die niet structureel iets veranderen terwijl dat op een aantal plekken (Juridische Zaken, Compliance, IT) wel nodig was. Sommige

"interimmers" zoals Van Zaal hebben onderzoekers bovendien gezegd dat zij niet fulltime maar een beperkter aantal uren (mochten) werken uit oogpunt van kostenbesparing. Dat was niet bevorderlijk voor de stabiliteit, zoals ook Wolfswinkel al constateerde.

461. Onderzoekers merken op dat zij volstaan met bovenstaande samenvatting over een onderwerp waarvan zij vinden dat een belangrijk signaal uitgaat over de cultuur bij VDM. Nu Den Drijver niet beschikbaar is gebleken met onderzoekers te spreken zou het citeren uit de verschillende brieven en verweerschriften bij het ontbreken van weerspraak door Den Drijver teveel "*kleur*" aan het onderwerp geven. Een uitzondering maken onderzoekers echter voor de e-mail van Wolfswinkel van 20 juni 2008 aan Den Drijver, waarin hij uitlegt waarom hij niet langer kan functioneren (zie Bijlage 12) en de brief van 13 augustus 2008 van Seinstra met dezelfde strekking, bijgevoegd als **Bijlage 13**.
462. Speciale vermelding verdienen volgens onderzoekers de feiten met betrekking tot de handelaren, hun contracten en het verloop in deze groep personeelsleden. Handelaren zijn belangrijk voor een bedrijf als VDM omdat zij voor de omzet en derhalve voor een belangrijk deel van de winst zorgen. Onder anderen Van der Linden heeft onderzoekers uiteengezet waarom in het geval van VDM de trading resultaten over bijvoorbeeld de eerste 6 maanden van 2008 goed waren maar de winst niet. Dat had te maken met het feit dat de overeenkomsten met de handelaren "*zo nadelig voor VDM waren, dat het, ongeacht hoe voorspoedig het zou gaan op de beurzen en hoe goed de handelaren hun best zouden doen het bijna onmogelijk was om winst te maken voor de aandeelhouder*" [VDM, onderzoekers].²³⁰ In hun tweede verslag van 2 maart 2010 vermelden curatoren dat in 2008 voor ongeveer EUR 17 miljoen aan salaris kosten is betaald en ongeveer EUR 37 miljoen aan bonussen. Kroon beaamde dit. Van der Linden heeft onderzoekers gezegd dat de overeenkomsten met de handelaren van onbeperkte duur waren, niet eenzijdig konden worden aangepast en dat een deel (percentages van 30, 40, 50 en soms meer) van de handelsresultaten (i.e. omzet) aan de handelaren zelf toekwam waarbij zij nauwelijks de daarmee gemoeid zijnde directe en indirecte kosten kregen toegerekend. Met name de Curvalue contracten bevatten de bijzonder ongebruikelijke bepaling dat er alleen iets in de contracten veranderd kan worden als 82% van de handelaren daarmee in zou stemmen.
463. Van der Linden legde uit dat die contracten misschien nog iets konden opleveren voor een bedrijf als Curvalue, met een kleine "*back office*" maar dat dit nimmer kon werken in een onderneming als VDM. Daarbij kwam dat volgens Van der Linden Van den Berg, Pronk en Porskamp (het oude management van Curvalue) een bepaling in hun contracten hadden dat ze een percentage van het bruto en netto resultaat zouden krijgen uit de activiteiten waar zij verantwoordelijk voor waren. Die contracten zijn met hen mee overgegaan naar VDM. Bovendien bestond met deze drie heren de afspraak dat ze met z'n drieën een bonus pool hadden waaruit ieder een even groot deel kreeg.²³¹ Dat wekte weer jaloezie, met name bij de "*Curvalue*" handelaren. Van der Linden is met Pronk bezig geweest te onderhandelen met deze handelaren door uit te leggen dat het op de lange termijn onhoudbaar voor de onderneming zou zijn als ze aan hun contracten zouden blijven vasthouden. Er was echter weinig beweging in de handelaren te krijgen (door Van der Linden en Pronk omschreven als "*wereldvreemd en verwend*"). Een groep van 20 (voormalig Curvalue) handelaren schreef op 18 november 2008 een brief aan Den Drijver waarin zij uitvoerig argumenteren dat hun overeenkomsten niet eenzijdig gewijzigd kunnen worden en waarin zij met maar heel weinig water in de wijn de voorstellen van management van de hand wijzen. Van der Linden is ook nog aan de slag gegaan met het aanpakken van de IT problemen die de betreffende handelaren als verbeterpunt noemden maar de handelaren zijn nimmer "*overstag gegaan*".²³² Zo blijkt uit een brief van 11 maart 2009 van de "Optiehandelaren Amsterdam" aan Van der Linden dat die groep meent dat "*management enerzijds, zonder overleg en soms stiekem onze arbeidsvoorwaarden [poogt] te verslechteren.*" De groep vraagt management een duidelijke visie en strategie te communiceren,

²³⁰ Gespreksverslag Van der Linden, p. 27.

²³¹ Gespreksverslag Van der Linden, p. 29, p. 57.

²³² Gespreksverslag Van der Linden, p. 54.

werkende software (en dus niet click station) neer te zetten en duidelijkheid over de bonussen te scheppen. Hoewel er een angst bij de directie bestond om deze groep hard aan te pakken was in de maanden voorafgaand aan het faillissement wel het inzicht gegroeid dat de handelaren dan nog maar beter konden vertrekken, zoals blijkt uit een mail van Den Drijver aan Pronk en Van der Linden met kopie aan Moos en Kroon van 8 mei 2009:

"Hans en ik denken er over na all handelaren welke in 2007 en 2008 voor vdm geen reeel positive bijdrage hebben geleverd danwel onvoldoende danwel geen constructieve afscheidt van te nemen.

Frank jij vanuit HR en Egbert jij als verantwoordelijke trading :

Kunnen jullie hiervoor input aanleveren en tevens jullie mening geven en input waar de grens te leggen.

Voor ons is het hebben van een echt VDM gevoel heel belangrijk.

We gaan dit volgende week bespreken."

(b) Compliance, IT en Risk Management

464. De functies van hoofd van Legal en Compliance werden bij VDM soms door dezelfde persoon vervuld. In de Onderzoeksperiode was Snoek hoofd Juridische Zaken terwijl Anne Mart Dijkshoorn Compliance deed. Seinstra vervulde een dubbelrol. Na haar vertrek deed haar medewerkster Botterweg beide functies voor een aantal maanden tot zij werd opgevolgd bij Juridische Zaken ad interim door Bas Groot en bij Compliance ad interim door Pepijn van Zaal. Compliance was steeds een onderwerp binnen de rapportage van de IAD, welke rapportage met regelmaat op de agenda van de Audit Committee stond. Compliance kwam ook steeds op de agenda van de RvB althans tot medio 2007; daarna meer ad hoc. Ook ten aanzien van dit onderwerp hebben onderzoekers hetzelfde beeld gekregen als van de Audit Committee in het algemeen: tot en met 2007 was er met regelmaat aandacht voor dit soort onderwerpen met name voor SOX compliance; vanaf 2008 wordt de agenda in hoge mate bepaald door de ontwikkelingen van alledag.
465. Seinstra was kritisch over de compliance functie bij VDM en vond dat met uitzondering van Parijs geen van de Compliance Officers van VDM onafhankelijk waren – vestigingsdirecteuren die ook compliance officer zijn beoordelen zo hun eigen functionarissen. Verder merkte zij tegenover onderzoekers een aantal zaken op ten aanzien van dit onderwerp. Hierboven is in de nummers 309 en volgende gesproken over de gang van zaken bij de inkoopprogramma's en Wft meldingen. Voorts noemde zij het functioneren van Kroon als feitelijk leidinggevende zonder vergunning van de AFM en het gebruik door werknemers van de id's van personeel dat niet meer in dienst is om te handelen (gerapporteerd door de IAD) Het misbruik van id's was regelmatig gesignaleerd door de IAD, Compliance en E&Y en beschreven door hen als een "hoog risico". In haar verklaring aan de AFM van 30 juli 2009 zegt Seinstra dat ze de compliance functie regelmatig besprak met Den Drijver maar dat *"RdD onafhankelijke compliance officers op alle locaties niet bespreekbaar vond omdat VDM een kleine organisatie is"*.
466. Zowel Seinstra als Van Zaal zeiden onderzoekers te menen dat alle betrokken werknemers wel de compliance manual getekend hebben. Seinstra heeft ook gezegd dat ze meldingen ontving van medewerkers die in privé handelden, maar dat deze meldingen geen vragen oproepen. Van Den Drijver heeft ze nimmer een getekende versie van de manual terug ontvangen. Van Zaal zei onderzoekers dat er wel personen waren, waaronder *"directies van dochter ondernemingen, die hun privé transacties niet melden"*.²³³ Ook Wolfswinkel maakte van bovengenoemde voorvallen melding aan onderzoekers.
467. Van Zaal, die in maart 2009 aantrad, noemde de compliance awareness bij VDM niet groot. Daar was dus in de 2 jaar sinds Wolfswinkel een soortgelijke opmerking had gemaakt nog niet veel aan

²³³

Gespreksverslag Van Zaal, p.1.

veranderd. Van Zaal vond Van der Ham een storende factor in de corporate governance "*omdat ze een dam opwierp waardoor er maar beperkte toegang tot het bestuur was*". Bovendien mat ze zich taken toe die niet tot haar competenties behoorden, aldus zowel Seinstra als Van Zaal. Van Zaal zei met betrekking tot het voornemen Vogel toe te laten treden tot het bestuur van VDM dat Vogel niet vermeld wilde worden op een lijst met insiders die VDM bijhield.

468. Een ander voorval op het terrein van compliance vond plaats in het najaar van 2008 toen een handelaar bij VDM in New York zijn limieten (die waarschijnlijk met instemming van Den Drijver waren verhoogd) ongemerkt voor VDM (want plaatsvindend in de vakantie periode van de betreffende risk manager in Amsterdam) overschreed tengevolge waarvan een verlies geleden werd van 15 à 20 miljoen dollar in twee à drie maanden. Van der Linden zegt dat Den Drijver ergere schade heeft voorkomen door in het vliegtuig te stappen en als handelaar posities te halveren. Later heeft hij er ervaren handelaren uit Nederland naartoe gestuurd.²³⁴ Ook het onderzoek van DNB/AFM dat begon met de inval op 3 juli 2009 had als onderwerp compliance. De regulatoire aspecten en het scherp aan de wind zeilen bij de GSFS activiteiten zijn al vermeld in de nummers 246 en volgende.
469. De volle aandacht voor compliance kwam er pas met de komst van Zwart en Paardekooper, waarover meer in hoofdstuk 5. Van Zaal zei wel verrast te zijn dat hij van deze twee heren geen contact mocht hebben met de AFM en een al gemaakte afspraak (voor kennismaking) moest afzeggen.
470. De IT functie werd in de Onderzoeksperiode achtereenvolgens geleid door de heren Hebels, Dudwhar (2007, vanuit London) en Van Riemsdijk (maart 2008 – augustus 2009). Onderzoekers hebben begrepen dat de cultuur ten aanzien van IT overwegend één was van: u vraagt en wij draaien, of, zoals Wolfswinkel het in zijn 100 dagen scan samenvatte: "*IT organization is limited to trader support. No central IT function*". Op de agenda van de RvC van 24 oktober 2006 staat als punt 3 "*presentation John Unwin IT-scan VDM Group*". In de notulen is die presentatie als volgt samengevat:

"Then the Chairman gave the floor to Mr. John Unwin to give a presentation on the IT scan of the Company. Mr. Unwin mentioned that the issues that apply across the VDM Group are the following:

- inconsistent architecture;*
- no build process;*
- no central source repository;*
- lack of issue tracking.*

In this respect the following solutions were suggested to be implemented:

- establish source repositories in Europe and the US;*
- introduction of a formal build process;*
- introduction of IT Governance and a decision process. He said that a Steering Committee was already established to drive these changes throughout the organization. The Chairman mentioned that his experience was that although a lot of cost savings could be achieved this process requires full support of line management. The Chairman then asked if procurement was also a part of this IT project. Mr. Unwin replied that procurement should also be part of the project but requires the support of local management.*

Then Mr. Arentsen asked if Mr. Unwin was confident of the status of the SOX project regarding the IT aspects. Mr. Unwin replied that he was confident that he will meet the

²³⁴

Gespreksverslag Van der Linden, p. 36.

overall requirements. However he did mention that the IT governance, including the work load, should be improved."

471. Het onderwerp komt vervolgens in maart 2007 weer terug in de RvB naar aanleiding van een notitie van Rondeltap van 12 maart 2007 (Hebels was inmiddels vertrokken en nog niet opgevolgd) die bevestigt dat er vanuit de trading operations klachten zijn over *"IT support and its structure"*. Daarna geeft Wolfswinkel de stand van zaken weer in zijn 100 dagen scan.

*"Vacancies on senior and middle management level;
IT organization is limited to trader support; No central IT function
IT legal framework (SLA's, OLA's etc) non-existent; no matching demand vs. costs;
Documentation IT weak;
IT controls in SOX weak;
Lack of long term IT vision;"*

Steeds gebeurt er betrekkelijk weinig, zoals ook geïllustreerd door het niet daadwerkelijk verder uitwerken van IT oplossingen voor Online Trader. Van Riemsdijk die bij VDM solliciteerde in december 2007/januari 2008 voor de functie hoofd IT en daarvoor geïnterviewd werd door Vogel (!) zei onderzoekers dat Vogel hem vertelde in dat gesprek dat er op het gebied van IT veel diende te gebeuren. Van Riemsdijk zei onderzoekers dat Online Trader *"onaf, niet intuïtief en gebruiksonvriendelijk was, functionaliteiten miste. Zo kon een klant zijn portefeuille niet inzien, werd de portefeuille pas een dag later bijgewerkt, was er geen streaming informatie ... ontbraken grafieken met trends en was de vormgeving verouderd"*.²³⁵

472. Bovendien konden de gebreken van Online Trader niet hersteld worden omdat de software ontwikkeld was voor de professionele markt. Een observatie gedaan 3 jaar nadat was geconstateerd dat de roll-out achterliep en meer dan 2 jaar na de overname waarbij dit het strategische product was dat VDM langs zij bij Alex en Binck Bank moest brengen. Ook Kroon zei onderzoekers dat een deel van de negatieve publiciteit rond VDM in die tijd was dat *"IT een issue was"*. Hij vertelde onderzoekers dat hij kort na zijn aantreden als adviseur van de handelaren op de Nieuwezijds Voorburgwal te horen had gekregen dat er 5 schermen kapot waren maar dat IT geen tijd had om langs te komen. Hij heeft dat onmiddellijk aan Den Drijver doorgegeven. *"Je moet altijd zorgen dat handelaren tevreden zijn"*.²³⁶
473. Van Riemsdijk vertelde onderzoekers dat hij de handelsgerelateerde infrastructuur in Duitsland, Zwitserland en Engeland verbeterd heeft. De kwaliteit van de IT systemen liet te wensen over. De Oekraïense leverancier van de Clickstation software was een persoonlijke vriend van Den Drijver aldus Van Riemsdijk²³⁷, maar Van Riemsdijk heeft het gebruik van Clickstation zoveel mogelijk afgeraden. De optiehandelaren in Amsterdam sturen Den Drijver en Kroon op 11 maart 2009 een brief waarin zij stellen wat er allemaal niet goed gaat (geen duidelijke en goed gecommuniceerde strategie, geen duidelijkheid over contracten), waarbij zij met zoveel worden zeggen:

"De afgelopen jaren hebben we heel veel problemen ervaren met onze handelssoftware de Clickstation. Het is inmiddels op een punt aangekomen dat we definitief niet mee kunnen doen in sommige markten, zoals de normaal gesproken lucratieve index. Handelaren zijn toeschouwer geworden!"

Begin 2009 heeft Van Riemsdijk, zonder toestemming te vragen (waarover de onvrede blijkt uit de RvB notulen), E&Y gevraagd een IT audit te doen. Naar zeggen van Van Riemsdijk was de

²³⁵ Gespreksverslag Van Riemsdijk, p. 2.

²³⁶ Gespreksverslag Kroon, p. 29.

²³⁷ Gespreksverslag Van Riemsdijk, p. 3.

conclusie van E&Y dat er in de periode van eind 2006 tot begin 2009 niets gedaan is op het gebied van IT. Kort gezegd concludeert E&Y:

"-VDM policies and procedures are not updated and approved on a regular basis

- a process for user management does not exist resulting in active accounts for terminated employees

- A risk that systems may malfunction due to unauthorized changes....

- ... parts of the IT environment in the Brokerage entity are currently not included in the normal back-up rotation

- server room shared with another company"

Van Riemsdijk hoopte dat met dit rapport meer aandacht voor het onderwerp verkregen zou worden bij de RvB, maar is daarbij ingehaald door de feiten.

474. Over risk management hebben onderzoekers de observaties aangehaald van Boer & Croon en de nieuwe binnenkomers en geconstateerd dat er in de loop van de tijd weinig veranderde. Twee incidenten in het latere deel van de Onderzoeksperiode zijn bewijs dat dit ook echt geld kost:

(a) In het tweede halfjaar van 2008 worden tegenvallers geboekt in de USA, waar door een nieuwe handelaar in derivaten posities zijn aangenomen die in het eerste halfjaar zeer gunstig hadden uitgewerkt. Met instemming van Den Drijver werden de relevante limieten verhoogd. Bij afwezigheid van een risk manager werden deze (verhoogde) limieten in de zomer van 2009 (ongemerkt) overschreden. Als gevolg van de financieel/economische crisis draaide de markt tegen de ingenomen posities in waardoor verliezen ontstonden tot een bedrag van US \$15/20 mio. Tevens wordt het onmogelijk om die af te dekken als gevolg van short selling restrictions die op dat moment door de toezichtouder waren ingevoerd.

(b) In 2008 worden in Zwitserland grote ongedekte posities in het aandeel Volkswagen ingenomen die, toen de koers sterk steeg, niet meer afgedekt konden worden waardoor een verlies van ongeveer EUR 5 miljoen geleden werden

4.5 Kroon

475. Hoe Kroon werd aangetrokken als adviseur in april 2007 op instigatie van Den Drijver en tegen de zin in van de RvC, is hierboven uiteengezet. Kroon vertelde dat hij door Den Drijver was gevraagd hem te helpen omdat *"het zo'n klus is"*.²³⁸ In de beleving van Kroon is hij eerst als adviseur van de RvB gevraagd en later, na het vertrek van Van den Brink in augustus 2007, ook van de RvC. Toen onderzoekers Kroon een niet gedateerde en alleen door Den Drijver getekende consultancy overeenkomst voorlegden (waarin was opgenomen een vergoeding van EUR 40.000 per maand exclusief BTW en onkosten) met de vraag wanneer de werkzaamheden gestart waren zei Kroon dat hij die overeenkomst nooit getekend had en EUR 25.000 (excl. BTW) per maand en niet EUR 40.000 heeft ontvangen, vermoedelijk vanaf augustus 2007. Kroon heeft onderzoekers later een bankafschrift overlegd waarin te zien is dat in december 2007 drie keer EUR 25.000 door VDM is overgemaakt voor de maanden juli, augustus en september. Vanaf januari 2009 heeft Kroon hogere bedragen dan EUR 25.000 per maand gefactureerd en ontvangen. Volgens de financiële administratie heeft Kroon een keer (op 2 juni 2008) EUR 7.500 in cash ontvangen ter vergoeding van kosten.

²³⁸

Gespreksverslag Kroon, p. 8.

476. Volgens Kroon heeft hij Wolfswinkel wel om een consultancy overeenkomst gevraagd maar er nooit één ontvangen. Wat de honorering betreft merken onderzoekers nog twee zaken op. Ten eerste, er is Kroon in een brief gedateerd 16 november 2008 door Den Drijver een bonus van EUR 400.000 toegekend omdat Kroon door zijn "*netwerk ons in contact heeft gebracht met personen die van waarde zijn voor VDM, maar ook heb je door je enorme kennis en ruime ervaring rondom de zaken die bij VDM spelen, significante verbeteringen met ons tot stand gebracht*".²³⁹ Volgens Kroon heeft hij deze bonus ontvangen in december 2008 en onderzoekers hebben een nota gezien van Hans Kroon Consultancy the Monaco van 30 december 2008 voor EUR 400.000 "ivm bonus over 2008". Onderzoekers hebben in de dossiers ook een advies van Frank 't Hart van Spigthoff aangetroffen aan Den Drijver, gedateerd 3 juli 2009, waarin 't Hart de relatie Kroon-VDM karakteriseert, in antwoord op een verzoek van Den Drijver, als één van opdracht, die niet schriftelijk hoeft worden vastgelegd, maar dat wel vastgelegd moet worden welke bedragen worden betaald. De timing van dit advies kunnen onderzoekers niet plaatsen, zeker niet omdat de EUR 400.000 bonus over 2008 de enige is die Kroon naast zijn honorarium heeft ontvangen. Curatoren hebben onderzoekers gezegd dat Van der Ham hen heeft verteld dat de hierin genoemde toekenningsbrief is geantedateerd.
477. De tweede opmerking betreft het honorarium van EUR 300.000 dat Kroon factureerde aan Avalon voor bemiddeling bij een lening. Kroon zegt dat hij die factuur als een concept bij Avalon heeft ingediend maar dat hij de factuur nooit betaald heeft gekregen. Dit staat los van de consultancy overeenkomst met Avalon die Kroon onmiddellijk na zijn vertrek bij VDM met Avalon sloot.
478. Alvorens onderzoekers ingaan op de werkzaamheden van Kroon willen wij opmerken dat er in de administratie van VDM ook facturen zijn aangetroffen van Kroon & Co, een onderneming geregistreerd op het adres van Gaby Kroon (met name betreffende (het uitje naar) Barcelona), Kroon Assurantiën BV, de verzekeringsfirma van de broer van Kroon (voor diverse verzekeringen), Roadstar Agency, een onderneming geregistreerd op het adres van Maurice Kroon (kerstdiner en "Nice"), Netfirst BV, een onderneming geregistreerd op het adres van Maurice Kroon (voor netwerk leveranties) naast de al eerder genoemde facturen met betrekking tot DIMP en Blaauwendraad. Dat is een groot aantal facturen van aan Kroon gelieerde leveranciers.
479. Er ligt ook ten aanzien van het optreden van Kroon een caesuur tussen de periode voor en na mei 2008. In de periode daarvoor was Kroon niet heel breed in het bedrijf zichtbaar buiten de RvB om. Wel heeft hij in die eerste periode zich intensief bemoeid met de gang van zaken in de VS. Hoewel verschillende anderen, waaronder Wolfswinkel, claimen instrumenteel te zijn geweest bij de beslissing om met VDM Trading in de VS te stoppen, heeft ook Kroon daar een duidelijke stem in gehad, getuige het verslag c.q. advies dat hij onderzoekers gaf, en dat is gedateerd 10 november 2007 en gericht aan Den Drijver en Wolfswinkel. Kroon zegt verder in die eerste periode veel bij de handelaren te zijn langs geweest om te proberen "*de werksfeer aantrekkelijk te maken*".²⁴⁰ Volgens Kroon kwamen de handelaren te laat omdat ze eerst hun kinderen naar school brachten om vervolgens televisie te kijken op kantoor. Verder heeft Kroon zich in die periode bemoeid met de samenwerking met Avalon/DIMP, zoals hierboven omschreven.
480. In mei 2008 wordt Kroon in de notulen van het European Management Committee nadrukkelijk naar voren geschoven als adviseur en klankbord van de directie (hoewel hij al vanaf november bij de EMC vergadering aanwezig was) en wordt aangekondigd dat hij één op één gesprekken zal voeren met diverse managers. Die opdracht komt in elk geval van Den Drijver. Wolfswinkel zegt dat hij er niet van wist terwijl Kroon zegt dat hij de opdracht van Wolfswinkel en Den Drijver samen heeft ontvangen. Van de gesprekken zijn door Marja Nieuwpoort verslagen gemaakt. Aan het slot van de verslagen van de gesprekken met Porskamp, Pronk en Seinstra staat steeds eenzelfde passage, voorafgegaan door de zin "*HK [Hans Kroon, onderzoekers] concludeert dat het bij VDM niet alleen*

²³⁹ Brief Den Drijver aan Kroon van 16 november 2008.

²⁴⁰ Gespreksverslag Kroon, p. 9.

ontbreekt aan beleid en communicatie maar ook aan een organisatie structuur", die daar dus duidelijk met sturen van Kroon in terecht moet zijn gekomen. De passage luidt:

"HK meldt dat het voornemen is om na de AVA alle personeelsleden bijeen te roepen en de toekomstplannen bekend te maken. Eén van de genomen maatregelen is dat Len Steffen, oorspronkelijk aangetrokken om te assisteren bij het aanvragen van de bankstatus, voor VDM een adequate organisatiestructuur zal ontwerpen. Daarnaast zal Frank van der Linden tijdelijk terugkomen, RA en CFO met een gedetailleerde kennis van de effectenwereld en effectenbusiness."

In het verslag van Kroons gesprek met Porskamp is te lezen dat die vindt dat de CFO niet in de cultuur van VDM past, dat Den Drijver "100 dingen tegelijk doet" en een "sparring partner of COO nodig heeft" dat er "slechte interne communicatie is" en dat hij "niet op de hoogte is van het beleid". Pronk zegt dat "RdD moet wel meer beschikbaar zijn voor zijn medewerkers, er is te weinig organisatiestructuur, geen duidelijk beleid". Interessant is dat Kroon zegt dat "EP, evenals zijn collega OP, erg mild is voor RdD. EP weerlegt dit: juist zij zijn de enigen die tegengas geven...". Ook Seinstra zegt "het ontbreekt aan elke vorm van beleid" en dat ze bang is dat er "binnenkort een grote fout gemaakt wordt". (Zo vindt ze de "kwestie Kaptein een beoordelingsfout van de directie") en zegt dat "het aan een COO of een operationele unit ontbreekt".

481. Kroon voert een dubbelgesprek met Van Riemsdijk en Steffen, die was aangetrokken als adviseur om VDM te helpen met een aanvraag voor de bankstatus, zie nr. 395, maar nu onzeker is over zijn opdracht. Ook hier wordt de interne communicatie als een issue (door Kroon) genoemd. In het gesprek licht Van Riemsdijk zijn 60 dagen VDM notitie aan het management (Kroon, Pronk, Porskamp, Van den Berg, Den Drijver) van 5 mei 2008 toe. Daarin zegt hij dat de CFO "de boel onvoldoende op orde" heeft, dat er geen onduidelijkheid dient te zijn over de business strategie, dat het "VDM gevoel" er weer moet komen, dat "VDM bestaat uit losse endjes, en niet is de som der delen, er ontbreekt cohesie, de financiële rapportage is onbetrouwbaar, het ontbreekt aan risk management en treasury".
482. Veel van die klachten komen terug in het verslag van Kroons gesprek met Van den Berg, waarin ook vragen terugkomen aan Van den Berg over diens opereren, waaruit blijkt dat Online Trader op dat moment 300 klanten heeft en er 1000 behoeft "om break even te draaien" en waar gesproken wordt of de bankstatus wel nodig is. Ook met Vogel is gesproken en in dat verslag staat te lezen dat "de CEO wel zijn beloftes nakomt, maar niet altijd zijn afspraken (te weinig tijd)" en waarin Vogel naast de plus- en minpunten die hij ziet ook aangeeft dat hij "de samenwerking met VDM verder [wil] uitbouwen dan nu het geval is, maar wil daarbij zijn zelfstandigheid niet verliezen". Een opmerking waarover Kroon tegen onderzoekers zei: "hoe haal je het in je hoofd!"
483. In de inleiding van het verslag van 26 mei 2008 van het gesprek tussen Kroon en Wolfswinkel is opgenomen:

"HK spreekt zijn verbazing uit over het feit dat MW aan hem heeft aangegeven het niet dat waarderen dat HK zonder MW erin te kennen individuele gesprekken voert met mensen die aan MW rapporteren. MW was niet op de hoogte dat deze gesprekken zouden worden gevoerd en hoorde er pas achteraf van. MW geeft aan dat wanneer er dit soort gesprekken met mensen uit zijn afdeling gaan worden gevoerd hij daarvan vooraf op de hoogte wil zijn. Voor HK zijn deze gesprekken essentieel om in kaart te kunnen brengen waar de knelpunten binnen VDM zitten. MW begrijpt dit, maar is van mening dat het juister zou zijn om hem erbij te betrekken en hem er minimaal in te kennen. HK zegt volledig mandaat van RdD te hebben ontvangen om met iedereen in het bedrijf te kunnen spreken; indien MW hiervan niet op de hoogte is, dan zou hij RdD hierover moeten aanspreken. Concluderend stellen beiden dat HK dit soort gesprekken op verzoek van de directie doet."

Dit lijkt meer te wijzen in de richting van de versie die Wolfswinkel over van wie de opdracht kwam aan onderzoekers gaf dan die van Kroon.

484. Kroon meldt volgens het verslag dat een aantal anderen aan hem hebben aangegeven dat de *"CFO niet functioneert zoals hij zou moeten functioneren"*. Wolfswinkel ziet als kern van het probleem dat de directie *"alles met zijn tweeën moet doen, daar waar er eerst vier waren"*. Hij is van mening dat *"hij en de CEO het op deze wijze niet gaan redden"*. Het feit dat de CEO niet bij dit gesprek aanwezig is beschouwen beiden [Kroon en Wolfswinkel, onderzoekers] als een slecht signaal. Aan het slot van het verslag staat: *"Concluderend stelt HK dat de directie en HK de komende tijd de klus met elkaar moeten klaren: HK wenst niet meer geconfronteerd te worden met ad hoc beslissingen (zoals een nieuw bedrijf waar RdD onlangs mee kwam; de samenwerking met John Rowe is hiervan ook een voorbeeld; de beslissing die zonder overleg met HK is genomen om met Mirabeau [een software programma, onderzoekers] door te gaan ..."* Ferme taal, die verder gaat dan de rol van adviseur die Kroon zo benadrukte in zijn gesprek met onderzoekers. Zo ook de genotuleerde actie in dit verslag: *"HK heeft met RdD besproken dat hij in de adviseursrol niet in staat is mensen aan te spreken en heeft dan ook van RdD het mandaat gekregen om dit wel te kunnen doen"*.
485. Op 31 mei 2008 spreekt Kroon met Den Drijver over een one-tier board van VDM. *"Het voornemen is de nieuwe board te laten bestaan uit Richard den Drijver (Chairman), Michiel Wolfswinkel, Hans Kroon, Martin McNally en Peter Zwart (Van Lanschot Bankiers)"*. Er volgt een tweede gesprek met Wolfswinkel op 2 juni waar nu ook Den Drijver aanwezig is en waarvoor Wolfswinkel, net als Van den Berg en Van Riemsdijk, een activiteiten overzicht sinds zijn aantreden maakte alsof het een beoordelingsgesprek betrof (waarop het in feite ook neerkwam). In het conceptverslag staat over de rol van Kroon: *"RdD wil ... de one-tier board agenderen om hier mede de rol van HK te kunnen finaliseren"*. Na het commentaar van Den Drijver leest een volgend concept *"het verzoek agenderen om de mogelijkheid van een one-tier board te onderzoeken. In een one-tier board kan dan de rol van HK worden geformaliseerd"*. Den Drijver excuseert zich voor zijn afwezigheid bij het eerder gesprek, maar verzoekt in dezelfde adem Wolfswinkel *"geen uitspraken naar de pers te doen"*. Er wordt verder gesproken over het feit dat Wolfswinkel uit noodzaak *"veel werkzaamheden heeft verricht die buiten het werkgebied van de CFO vallen; dit is gebeurd om de afwezigheid van de CEO en COO op te vangen"*.
486. De *"verbeter punten"* van Den Drijver en Wolfswinkel worden als volgt genotuleerd:
- "Verbeterpunten directie:
- RdD:
- zal vaker aanwezig zijn en dan ook meer zichtbaar zijn;
 - zal een beter time management voeren, d.w.z. niet te veel vergaderingen plannen, tussenruimte creëren tussen vergaderingen en vergaderingen niet te veel laten uitlopen, zodat iedereen aan bod kan komen;
 - zal meer persoonlijk contact met de medewerkers aangaan;
 - MW verzoekt RdD de individuele financiële medewerkers Linda Moos en Paul Titshof niet te benaderen met detailvragen over cijfers. De communicatie over cijfers en presentatie daarvan zal via MW verlopen. Deze mensen ervaren dat als (tijd)belastend. MW stelt voor om samen de cijfers elk kwartaal intensief door te nemen. RdD begrijpt het probleem, maar stelt dat zijn vragen zijn ingegeven door ervaring in het verleden, waarbij niet altijd fouten boven water kwamen, omdat er geen dubbel-check is.
- MW:
- meelopen met Onno en Egbert om meer "feeling" met de handel te krijgen;
 - meer betrokkenheid tonen bij mensen van financiële afdelingen, wat vaker complimenten uitdelen;

– wellicht iets meer uitstralen welke werkzaamheden worden verricht."

Over het verdere verloop van Wolfswinkel en zijn vertrek verwijzen onderzoekers naar de betreffende passage in nrs. 363 en volgende en diens e-mail van 20 juni 2008 (Bijlage 12).

487. Naar het bevinden van onderzoekers heeft Kroon met deze episode iedere indruk dat hij "*slechts adviseur was*" ongeloofwaardig gemaakt. Sterker nog, na het vertrek van Wolfswinkel blijft hij nadrukkelijk aanwezig, al heeft hij tegenover onderzoekers verklaard zich niet met de CFO portefeuille van Wolfswinkel bezig gehouden te hebben, hetgeen Moos indirect bevestigd heeft. Zoals Kroon aan onderzoekers zegt: "*For the time being hebben wij tegen Linda gezegd: ben jij de CFO en zullen we kijken hoe zich dat ontwikkelt. Als je je ontwikkelt zoals je je op het ogenblik opstelt, is er een heel gerede kans dat jij misschien zelfs ook de officiële CFO wordt*".²⁴¹ Kroon heeft daar overigens met Moos, naar haar zeggen, nooit een serieus gesprek over gevoerd terwijl onderzoekers wel vernomen hebben dat hij en Den Drijver de CFO positie aan anderen hebben aangeboden. In januari 2009, als het one-tier board item weer naar de achtergrond is verbannen, wordt er besloten hem bij de komende AvA als bestuurder voor te dragen en daarvoor goedkeuring van DNB te gaan aanvragen. In de woorden van Kroon weigerde hij in eerste instantie: "*De aanleiding was dat Richard den Drijver mij voor de zoveelste keer heeft gevraagd of ik het alstublieft wilde doen. Ik zeg, nee, nee. Ik heb toen gezegd: ik wil wel meedoen aan zo'n one-tier board maar ik wil niet in de directie. Ik ben geen Heintje Davids*." Maar nadat hij het met zijn vrouw en kinderen besproken had heeft hij voor twee jaar toegezegd uit "*mijn liefde voor VDM*", hetgeen onderzoekers aannemelijk achten. Het bedrijf stond er op dat moment al niet zo goed meer voor.
488. Bij de AvA van 7 mei 2009 is de benoeming van Kroon goedgekeurd onder voorwaarde van goedkeuring van DNB. Die is er niet gekomen. Wel is Kroon vanaf begin 2009 ook bij de RvB vergaderingen aanwezig geweest.
489. Kroon had niet alleen het hart op de juiste plaats ten aanzien van VDM maar ook ten aanzien van zijn familie en netwerk. Onderzoekers spraken al over DIMP, Avalon, het kantoor op Schiphol, de betrokkenheid van zijn zoons bij bedrijfsuitjes en de consultancy opdrachten verleend aan mensen als Blaauwendraad. Tegelijkertijd verstrekke Blaauwendraad weer een lening van EUR 75.000 aan Kroon. Onderzoekers toonden Kroon een e-mail waarin Blaauwendraad hem om terugbetaling van die lening verzocht. Kroon zei dat het ging om een lening van Blaauwendraad aan Kroons zoon Gaby, maar dat Blaauwendraad hem vroeg voor terugbetaling daarvan zorg te dragen.²⁴²
490. Naar de bevindingen van onderzoekers was de terugkeer van Kroon naar "*zijn*" VDM niet onomstreden. Onderzoekers geloven, zonder dat ze het Den Drijver hebben kunnen vragen, dat Den Drijver in Kroon de kennis van het bedrijf zag en de "*people skills*" die hij niet bezat. Al vlug na terugkeer had Kroon een belangrijke positie in een organisatie waar geen leiding was. Zo niet daarvoor dan is zeker vanaf mei 2008 niet goed vol te houden dat hij niet naast de overige leden van de RvB opereerde alsof hij bestuurder was. De one-tier board was bedoeld om hem de status te geven die hij wilde, namelijk die van non-executive. Dat hij uiteindelijk geen bestuurder werd lag niet aan hem en zijn inzet. "*Ik ben nu ook al vijf à zes dagen per week met Van der Moolen bezig*", aldus de 66-jarige Kroon "in het FD van 17 juli 2009.

Samenvatting

(a) RvB

491. Binnen 1 jaar na het aantreden van Den Drijver als CEO waren de 2 bestaande leden van de RvB vertrokken, naar onderzoekers hebben kunnen vaststellen vanwege "*incomptabilité*" met Den

²⁴¹ Gespreksverslag Kroon, p. 60.

²⁴² Gespreksverslag Kroon. P. 71.

Drijver. De (voorzitter van de) RvC kende de redenen, maar meende dat de RvC de voorkeur van de nieuwe CEO moest laten prevaleren. Dat is een keuze van de RvC die in dat eerste jaar wel te begrijpen is, maar tegelijkertijd lagen er signalen over hoe Den Drijver als CEO met (tegenspraak van) zijn collega's in de RvB omging.

492. De inschakeling door Den Drijver van Blaauwendraad voor de search van een nieuwe CFO terwijl hij daar geen toestemming van de RvC voor had was vooral voor de heer Van den Brink aanleiding tot ongenoegen. Een ongenoegen dat na perikelen rond het vertrek van Hebels en de aanstelling van Kroon als adviseur tegen de wens van de RvC in, uiteindelijk leidde tot zijn vertrek in augustus 2007. De berichtgeving in De Telegraaf in maart en april 2007 en de communicatie daarover tussen de RvC en Drijver was symptomatisch voor de verslechterde verhouding tussen Den Drijver en de RvC, met name Van den Brink.
493. Dat Wolfswinkel een jaar na zijn aantreden een groot onbehagen voelde over de samenwerking binnen de RvB en met name het optreden van Kroon vinden onderzoekers buitengewoon veelzeggend, reden waarom zij de feiten betreffende de aanloop naar zijn vertrek in de zomer van 2008 zo uitvoerig hebben weergegeven. De snelle overdracht door Den Drijver en Kroon van zijn functie aan Moos is mogelijk mede bepaald door het feit dat Moos had aangegeven VDM te willen verlaten maar tekenend voor de "grip" die de heren wensten te hebben op het bedrijf is dan toch zeker het creëren van een tweede echelon Group Presidents in plaats van een eerste echelon bestuurders. De relatieve volgzaamheid van de RvC in dit dossier is slecht verklaarbaar, zij het dat De Marez Oyens naar zijn zeggen instrumenteel was bij het besluit, tegen de wens van Kroon in, Moos geen CFO te laten worden omdat hij haar daarvoor nog te jong vond.
494. In hoofdstuk 4.2(d) zijn feiten weergegeven met betrekking tot de beperkte aanwezigheid van Den Drijver, de buitengewone "portier-functie" die Van der Ham vervulde bij de toegang tot hem, de moeizame verhouding van den Drijver tot de 4 voorzitters van de RvC die hij in de 3 jaar van zijn CEO-schap had, de uitdunning van de RvC, het gebruik van veel (en dure) adviseurs en de gebreken in de interne organisatie. Er moest op veel vlakken tegelijk gehandeld worden en in dat licht is de door Den Drijver ingegeven keuze met adviseurs en interimmers te werken ten koste van investering in permanente staf een niet goed te begrijpen gedragsslijn.
495. Onderzoekers hebben weinig toe te voegen aan wat zij aan feiten weergaven over het declareer- en uitgavengedrag van Den Drijver. Het optreden van de RDD Family Foundation ten tijde van het aandeleninkoop programma in de eerste helft van 2008 geeft op zijn minst grond aan de gehoorde stelling dat Den Drijver meer optrad als de directeur-groootaandeelhouder van een particuliere onderneming dan als CEO van een beursfonds, maar onderzoekers sluiten niet uit dat er meer aan de hand was, zeker gezien de gebreken in de Wft meldingen over het bezit van de RDD Family Foundation. Daarvoor verwijzen onderzoekers naar het lopende onderzoek van de AFM. Zoals elders is opgemerkt zijn de ingekochte aandelen nooit gebruikt voor één van de doelen die als reden over het programma waren gegeven, zoals het wel onderzochte maar nimmer gerealiseerde incentive plan voor personeel.
496. Dat Den Drijver meer een man van ideeën was dan de leider van een organisatie blijkt uit de vele projecten die hij entameerde. Hoewel er een noodzaak bestond om in nieuwe richtingen te zoeken stonden sommige projecten wel erg ver van de core-business van VDM af terwijl projecten die daar dichterbij stonden, zoals Online Trader, weinig aandacht kregen. Daarbij stierven veel van de bijzondere projecten een vroege dood door gebrek aan opvolging. Het leidde tot een zich steeds aanpassende communicatie over de strategie van VDM.

(b) RvC

497. Onderzoekers hebben weergegeven hoe de RvC steeds kleiner werd. Naast het feit dat het moeilijk was om nieuwe commissarissen te vinden hield dit ook verband met Den Drijvers wens een one-tier board te hebben en zijn verhouding met de respectievelijke voorzitters van de RvC. Alleen Van den Broek en De Marez Oyens zijn aan het einde van hun reguliere termijn als commissaris vertrokken zonder te clashen met Den Drijver.
498. De Audit Committee was een serieus gremium, dat veel vergaderde. Er waren goede notulen van de vergaderingen. De onderwerpen die er aan de orde kwamen zijn wat men zou verwachten. Serieuze discussies vonden er ook plaats met E&Y. De signalen die er binnen dit committee werden afgegeven over risk management zijn echter niet waarneembaar opgepakt. Ook bij de RvC werd met regelmaat genotuleerd. Wel valt op dat stukken voor de RvC vaak pas op de dag zelf worden gedistribueerd en dat verzoeken vanuit de vergadering om opvolging en nadere informatie vaak onopgevolgd bleven.
499. Na het vertrek van Arentsen was van pro-actief toezicht door de RvC geen sprake meer. De Marez Oyens stond praktisch alleen voor de taak tegenwicht te bieden aan Den Drijver in de drie-kwart jaar tot aan zijn vertrek, waarin hij nauwelijks is geslaagd, mede door het steeds duidelijker optreden van Kroon binnen het bedrijf. McNally was hem daarin weinig tot steun. In hoofdstuk 5 hebben onderzoekers weergegeven hoe de dynamiek veranderde met het aantreden van Zwart als voorzitter.
500. Onderzoekers hebben nergens tekenen gezien of iets gehoord waaruit opgemaakt zou kunnen worden dat de RvC belangstelling had voor de ontwikkeling van Online Trader noch de uitrol van het platform naar de retailmarkt (zonder een daarop afgestemd bedrijfsplan) noch de plotselinge stopzetting ervan in augustus 2008, terwijl de ontwikkeling van dat platform toch een van de pijlers was waarop de overname van Curvalue in 2006 was gebaseerd.
501. Het verbaast onderzoekers dat de RvC niet ingegrepen heeft toen vanaf mei 2008 duidelijk werd dat mensen als Wolfswinkel weggingen omdat ze de aanwezigheid en bemoeienis van Kroon onwenselijk vonden. Maar het was dan ook niet meer dezelfde RvC die in maart 2007 tegen de benoeming van Kroon als adviseur was geweest. Daarvan was in mei 2008 alleen De Marez Oyens nog over.

(c) Verloop stafmedewerkers

502. Onderzoekers hebben weergegeven hoe na het aantreden van Den Drijver de oud-VDM stafmedewerkers vertrokken en de management laag onder de RvB bijna geheel uit oud-Curvalue medewerkers bestond. Tot heel lang zijn er twee bloedgroepen blijven bestaan, waarbij niet hielp dat de twee groepen op twee verschillende locaties in Amsterdam bleven zitten tot aan de zomer van 2009.
503. Het grote verloop van staf werd niet opgevangen en zorgde voor overbezetting van loyale medewerkers maar ook voor instabiliteit in de organisatie. Tegelijkertijd hielden de voor VDM uiterst onvoordelige en op het gebied van bonussen niet-marktconforme contracten met (voornamelijk oud-Curvalue) handelaren de organisatie gegijzeld in een houdgreep die heeft bijgedragen aan de slechte resultaten in een situatie die lang (tot aan het faillissement) heeft geduurd.
504. Compliance en IT, kritieke functies voor een bedrijf als VDM, hebben een vaak wisselende leiding gehad. Met name het feit dat compliance officers vaak dubbele functies als handelaren hadden bevreemdt, terwijl de signalen over de IT functie en de verbeterpunten daar eigenlijk gedurende de hele Onderzoeksperiode dezelfde bleven.

(d) Kroon

505. Onderzoekers hebben Den Drijver niet kunnen vragen waarom hij Kroon terughaalde. Uit gesprekken met anderen hebben onderzoekers de indruk gekregen dat Den Drijver en Kroon op één lijn zaten en dat Kroon, naar de mening van Den Drijver, de people handling skills had die Den Drijver niet bezat. Den Drijver en Kroon moeten Kroons terugkeer wel vurig gewild hebben want zijn benoeming ging in tegen de wens van de gehele RvC.
506. Kroon is vanaf mei 2008 door Den Drijver nadrukkelijk in de organisatie neergezet en gezien zijn activiteiten is niet goed vol te houden dat hij niet is opgetreden als ware hij mede-bestuurder. Een mede-bestuurder die ook duidelijk nodig was, zoals bleek uit de gesprekken die Kroon in mei 2008 voerde (en dat was nog vóór het vertrek van Wolfswinkel).
507. Kroons beloning was royaal, nog daargelaten of hij nu EUR 25.000 of meer kreeg per maand (zie nr. 475). Zijn bonus van EUR 400.000 over 2008, een jaar waarover Den Drijver afstand deed van zijn bonus, en waar de resultaten tegenvielen, was buitengewoon. Daarnaast was er een patroon van het declareren van onkosten, het inzetten van zoons en bekenden in advies- en/of leveranciersfuncties en het vragen van vergoeding voor bemiddeling tussen VDM en een derden als Avalon die niet passen binnen de corporate governance normen zoals die anno 2007 en 2008 golden.
508. Daarmee willen onderzoekers niet voorbij gaan aan Kroons loyaliteit aan VDM en het feit dat hij in een vacuüm stapte dat door Den Drijver was gecreëerd met het heensturen van zijn mede-RvB leden en het niet voorzien in hun vacatures.

5. DE PERIODE VAN MAART 2009 TOT AAN HET FAILLISSEMENT VAN VDM

5.1 Inleiding

509. In hoofdstukken 2 tot en met 4 hebben onderzoekers de periode tot aan het voorjaar van 2009 besproken. De OK heeft onderzoekers ook verzocht de stelling te bezien dat er "voorafgaand aan het faillissement onvoldoende maatregelen zijn getroffen om dat faillissement af te wenden". Dit op verzoek van Den Drijver "die verwijten heeft over de communicatie van de RvC met hemzelf, op onderzoeken die werden uitgevoerd te midden van de verhuizing van de kantoren van Van der Moonen, en op het niet doortastend aanpakken van urgente financiële aangelegenheden, in het bijzonder gericht tot Zwart en Paardekooper", zoals is te lezen in de Beschikking.
510. Gezien de vrijheid die de OK de onderzoekers daarbij geeft, achten onderzoekers het nuttig de gebeurtenissen weer te geven zoals die zich hebben voorgedaan vanaf het aantreden van Zwart en Paardekooper in maart/april 2009 en niet alleen van na 16 juli 2009. Onderzoekers zullen daarom achtereenvolgens en in min of meer chronologische volgorde bespreken het aantreden van Zwart en Paardekooper (5.2), de verschillende onderzoeken die er in deze periode liepen (5.3), de gang van zaken rond de kredietverstrekking door KBC (5.4), de schorsing en het vertrek van Den Drijver en Kroon en het besluit tot surseance (5.5) en ten slotte de periode van de surseance tot aan de datum van faillissement op 10 september 2009 (5.6).

5.2 Aantreden Zwart en Paardekooper, periode tot eind juni 2009

511. Hierboven is al uiteengezet dat Zwart toen bekend werd dat hij bij Van Lanschot zou vertrekken inging op het tweede verzoek van Kroon (die hem kende vanuit Frankrijk en hem ongeveer één jaar eerder al als commissaris had gepolst) om tot de RvC van VDM toe te treden. Paardekooper zei onderzoekers op 8 maart 2009 gebeld te zijn door Van der Ham om met Kroon en Den Drijver te komen praten. Paardekooper was op dat moment zowel advocaat van Vogel als aandeelhouder net als Kroon van Zecco International B.V., een internet broker (waar Paardekooper ook anderhalf jaar in de directie heeft gezeten). Bij het aanvaarden van het commissariaat heeft Paardekooper de advisering van Vogel gestaakt (maart 2009) en is hij uit het bestuur van Zecco gestapt (april 2009).²⁴³
512. Beide heren vertelden onderzoekers dat hen door derden aangeraden was voor het aanvaarden van hun commissariaat goed onderzoek naar VDM te doen. Daartoe voerden zij elk een serie gesprekken en spraken zij gezamenlijk met E&Y en DNB. Zwart heeft de bevindingen van die gesprekken aldus weergegeven:

"Het beeld dat naar voren kwam tijdens de interviews is weerspiegeld in de afspraken die zijn gemaakt bij het aantreden. Er waren zorgen over de fiscaliteit (dividend stripping wel of niet), over de (vijandige) relatie tussen de toezichthouder en de heer Den Drijver, over het contract met de heer Vogel en over de vraag of de strategie en de uitvoering ervan met elkaar strookten. Dat laatste zou moeten worden onderzocht door middel van een onderzoek door Krüger & Partners. In een gespreksverslag tussen de heren Kroon, Den Drijver, Paardekooper en Zwart is dit vastgelegd."²⁴⁴

513. Paardekooper hield ook notities bij van zijn kennismakingsgesprekken. Punten die daarin werden genoemd waren de positie van Van der Ham als "corporate secretary", het werk van McNally bij Wilton en VDM Global Markets, de gebrekkige staat van risk management en de ongeschiktheid van Click Station, het feit dat de joint venture met GSFS via de boeken van VDM liep, die daardoor het

²⁴³ Gespreksverslag Paardekooper, p. 1.

²⁴⁴ Gespreksverslag Zwart, p. 1.

reputatierisico droeg, de bonussen en het gebrekkige toezicht op compliance. Het was Paardekooper ook opgevallen dat er in het voorjaar 2009 nog steeds 2 bloedgroepen waren met elk hun eigen kantooradres.

514. Bij het kennismakingsgesprek op 6 april 2009 van Zwart en Paardekooper met de heer Warmer van E&Y hadden Den Drijver en Kroon daags te voren aangegeven ook aanwezig te willen zijn. Door Paardekooper werd op 9 april 2009 een besprekingsverslag aan de aanwezigen bij het gesprek gestuurd. Warmer reageerde hierop per email van 15 april 2009 omdat het verslag naar zijn inzicht geen volledig en juist verslag van de vergadering was. Zo werd, hetgeen niet uit het verslag blijkt, uitvoerig gesproken over het 100% voorzien van de dividendclaims. In de email van 15 april zegt Warmer *"dat Ernst & Young op basis van rapporten van deskundigen en de laatste ontwikkelingen in Duitsland van mening is dat het 100% voorzien zeer acceptabel is"*. Voorts merkt Warmer op dat hij veel respect heeft voor Moos, zij werkt bijzonder hard en haar houding is bijzonder goed echter er is te weinig tijd om zich te kunnen richten op de grote lijnen. Betreffende McNally merkt Warmer op dat hij tijdens de meeting heeft aangegeven dat hij behalve commissaris bij VDM ook nog werkzaamheden verrichtte ten behoeve van VDM in de UK. Het gesprek was volgens de nieuwe commissarissen geen aanleiding tot zorg.
515. Op de AvA van 7 mei 2009 werden Zwart en Paardekooper daadwerkelijk benoemd als lid van de RvC hetgeen werd vastgelegd in een vaststellingsbrief van 22 mei 2009 waarin naar de verschillende compliance en overige gedragsregels verwezen wordt. In de brief is ook een bepaling opgenomen dat *"De Directie overweegt de Directie en de RvC samen te voegen in een zogenaamde 'one-tier board'. Door aanvaarding van uw Aanstelling stemt u hiermee in."* Kennelijk was de one-tier gedachte nog levend in mei, hoewel de benoeming van Kroon als bestuurder bij DNB "voorhing".
516. Een kennismakingsgesprek van Zwart en Paardekooper bij DNB kwam tot stand mede via Zwarts afscheidsgesprek bij DNB als Van Lanschot bankier en ook op suggestie (vanuit DNB) via Van Zaal. Het was gepland voor de AvA benoeming maar vond uiteindelijk pas plaats op 4 juni 2009. Op 3 juni 2009 bespraken Den Drijver, Kroon, Zwart en Paardekooper het gesprek voor. Van dat gesprek is een verslag, waaruit onderzoekers de volgende passages aanhalen:

"Peter [Zwart, onderzoekers] geeft aan dat de nieuwe vaste kracht op Legal, tevens secretaris Raad van Bestuur moet worden en die moet zowel de directievergaderingen als de vergaderingen van de RvC en de gezamenlijke vergaderingen notuleren, althans verslagen maken. Dat is een typische juridische functie en dat kan niet vervuld worden door Lenny. [Van der Ham, onderzoekers]

Richard loopt vooruit op het gesprek met de DNB en geeft aan dat hij zich kan voorstellen dat zij mogelijk de navolgende opmerkingen hebben: eenkoppig bestuur, hapsnap beleid, slechte financiën, et cetera.

Peter geeft aan dat je het contact met de toezichthouder goed moet houden en goed moet managen. Richard geeft aan dat de communicatie met de accountant slecht verloopt en dat dat echt beter moet. Dat ligt overigens ook grotendeels aan de accountant.

Afgesproken wordt dat Peter Zwart tegen de toezichthouder zegt dat ze stoppen met GSFS en dat ze zullen onderzoeken of ze er eerder van af kunnen. De huidige opzegtermijn duurt een jaar. In de toekomst alleen op basis van fiscale ruling of fiscaal advies van één van de grote vier, fiscaal gedreven transacties doen.

Peter Zwart geeft nog aan dat compliance heel belangrijk is en het moet top zijn en er moet iemand in vaste dienst komen. Belangrijk is dat er een draaiboek is voor de verhuizing. Richard den Drijver geeft aan dat dat er is. Richard den Drijver meldt dat er opeens een

kritisch rapport van Ernst & Young over de IT is gedaan zonder opdracht. Peter Zwart geeft aan dat je primair gericht moet zijn op damage control, met het rapport in de hand direct de gaten opvullen. Peter Zwart benadrukt nog dat hij geen goed gevoel heeft met het gesprek bij DNB/AFM.

AP doet verslag van het gesprek met Evert Blaauwendraad in het vliegtuig op de terugweg vanuit Monaco. Hij geeft aan dat Evert Blaauwendraad negatief is over VDM, aan heeft gegeven dat in zijn visie in leiderschap ontbreekt en dat, wat hem betreft, de onderneming zich in alarmfase oranje bevindt, mede gelet op de lening van KBC die per 1 oktober 2009 afloopt.

Richard geeft aan dat hij niet blij is met de meeting met Evert Blaauwendraad. Hans Kroon sluit af met de mededeling van hij ziek wordt van het negatieve beeld in de pers."

Zwarts slechte gevoel, zo verklaarde hij onderzoekers, kwam voort uit het feit dat net bekend was geworden dat er 5 personen namens DNB en AFM aan zouden zitten.

517. Volgens Zwart en Paardekooper hebben zij met de heren op 4 juni besproken dat de voorwaarden voor hun aantreden waren: het doen van een onderzoek naar de organisatie, te overwegen te stoppen met GSFS en om een profiel voor een CFO op te stellen. De toezichthouders "*ondersteunden dit van harte*".²⁴⁵ Zwart heeft onderzoekers verteld dat al in het voortraject van de benoeming van hem en Paardekooper het punt van een CFO, als derde lid van de RvB, naast de af te wachten goedkeuring van de benoeming van Kroon, onderwerp van gesprek was. Den Drijver en Kroon waren het daarmee eens en suggereerden in eerste instantie Moos. Toen de commissarissen haar nog te jong voor de positie bevonden hebben Den Drijver en Kroon een tweede (externe) kandidaat voorgesteld, waarmee werd gesproken maar die door Zwart na het spreken met de twee eerdere werkgevers van de kandidaat te licht werd bevonden. Op dat punt aangekomen was het eind juni/begin juli en waren de moeilijkheden van dien aard dat werd besloten eerst de onderzoeken af te wachten en op basis van de strekking daarvan de RvB verder in te vullen. Desgevraagd zei Zwart dat hij en Paardekooper niet hebben overwogen vóór 16 juli (zie hierna) om zelf bestuurder te worden. Zij achtten het voldoende dat Zwart en McNally met name ook bij de financiële functie, actief "*mee zouden kijken*".
518. Op 8 juni 2009 is het gesprek met DNB/AFM onderwerp van gesprek in de RvC. De vergadering en de notulen ervan zijn in het Nederlands omdat McNally niet aanwezig was. Over het gesprek wordt het volgende genotuleerd:

"De heren Zwart en Paardekooper hebben op donderdag 4 juni 2009 een kennismakingsgesprek gehad met de AFM en de DNB. Op verzoek van de AFM en de DNB was dit een gecombineerd kennismakingsgesprek. Het werd zeer gewaardeerd dat de nieuwe leden van de Raad van Commissarissen hiertoe het initiatief hadden ondernomen. Tijdens de bespreking kwamen een aantal specifieke aandachtspunten aan de orde. Achtereenvolgens waren dat:

- De AFM en DNB haalden de niet aflatende negatieve publiciteit rondom de withholding tax posities aan;*
- De samenwerking met GSFS werd kritisch gevolgd;*
- De BASEL II normen en in dit verband het bereiken van de solvabiliteitsgrens, zeer zeker daar waar KBC de huidige faciliteit niet zal continueren;*
- Er zou zorgvuldig en kritisch gekeken worden naar de aanvraag met betrekking tot de heer Kroon;*
- De stabiliteit van de interne organisatie van VDM.*

²⁴⁵

Gespreksverslag Zwart, p. 2.

De heren Zwart en Paardekooper hebben de bespreking als prettig en constructief ervaren. Er is door de heren Zwart en Paardekooper toegezegd dat de Raad van Commissarissen de samenwerking met GSFS in de eerstvolgende Raad van Commissarissen aan de orde zou stellen. Bovendien zouden in deze vergadering de BASEL II normen besproken worden en er is toegezegd dat eventuele aanbevelingen van Krüger en Partners aan de AFM en DNB zouden worden medegedeeld (actiepunt)."

519. Zwart lichtte onderzoekers toe dat er wel over solvabiliteit maar niet over liquiditeit werd gepraat bij deze RvC omdat *"liquiditeit nog geen issue was, want de banklijn zou worden gecontinueerd en er waren geen andere tegenvallers voorzien"*. Dit is enigszins verbazend in het licht van de in nr. 518 geciteerde opmerking dat *"KBC de huidige faciliteit niet zal continueren"*. Overigens was Moos, tegen het gebruik in, niet gevraagd bij deze RvC vergadering aanwezig te zijn. Andere onderwerpen die de revue passeren zijn als volgt genotuleerd:

"De heer Den Drijver meldt dat de Directie, in het belang van de Vennootschap en om haar moverende redenen, overweegt de overeenkomst van 4 oktober 2007 (de Profit Share Agreement "PSA") tussen Curvalue II B.V. en GSFS Asset Management B.V. op te zeggen. De Directie zal in dat geval alles conform de PSA afhandelen. De Directie laat zich in deze bijstaan door Spigthoff, mr. F. 't Hart."

"De heer Zwart licht toe dat de Raad van Commissarissen, nu er twee nieuwe leden zijn aangetreden, heeft verzocht om de benoeming van Krüger en Partners teneinde de status quo binnen de onderneming van VDM vast te stellen. Het gaat dan met name om een quick scan, onder andere op het punt interne organisatie, en om een zogenaamde "SWOT – analyse", met aanbevelingen voor de toekomst. De heer Den Drijver geeft aan dat hij dinsdag 9 juni 2009 zal gaan praten met Krüger en Partners over een dergelijke opdracht (actiepunt) en ook zal zorgen voor het aangaan van de opdracht op korte termijn."

Actie-RdD"

"De heer Den Drijver licht toe dat de huidige lening van KBC per 29 oktober 2009 af zal lopen. Er zijn gesprekken met KBC gestart over een nieuwe lening, ter vervanging van de huidige lening van KBC. Tevens is er met de directie van KBC in België persoonlijk overleg gevoerd waarbij het verzoek tot verlenging is neergelegd. De eerste berichten zijn positief."

Dat er een nieuwe wind waait blijkt uit het feit dat de notulen van de RvC een actielijst bevatten waar een schriftelijk verslag van Den Drijver op komt voor de RvC vergadering van 25 juni 2009. De notulen worden conform de afspraak die Zwart en Paardekooper hadden gemaakt naar DNB gestuurd in het kader van de nieuwe door Zwart voorgestane transparantie, die Den Drijver *"te ver vond gaan"*.²⁴⁶

520. De zorgen van Zwart en Paardekooper zijn op 17 juni 2009 naar voren gebracht bij E&Y in een overlegvergadering met De Mérés als de beoogd externe accountant voor het boekjaar 2009 en de heer Warmer, die Zwart en Paardekooper al eerder hadden ontmoet. Dit gesprek vond plaats in aanwezigheid van vertegenwoordigers van de AFM en DNB. Naar aanleiding van dit gesprek ontstond het idee te verzoeken enkele onderwerpen nader te onderzoeken.
521. Op 25 juni 2009 vinden eerst een RvC en dan een Audit Committee vergadering plaats, beiden bijgewoond door de 3 commissarissen, Den Drijver (als CEO), Kroon (*"member of the Board subject to approval of the"* AFM), Moos en Van Zaal, en de laatste ook door De Mérés, Warmer en De Boer van E&Y. Bij de agenda voor de RvC zit een e-mail van 't Hart van 23 juni 2009 aan Den Drijver, Kroon en Van der Ham met suggesties over hoe met DNB te spreken over de *"zwakte/sterkte analyse"*

²⁴⁶

Gespreksverslag Zwart, p. 2.

inzake" VDM en de aanbeveling het integrale rapport (door Krüger te maken) niet aan DNB toe te zenden maar in plaats daarvan door de directie tezamen met 1 of meer commissarissen aan AFM/DNB een presentatie te laten geven.

522. Ook gaat als bijlage een advies van 't Hart van 9 juni 2009 over de mogelijkheid om de PSA op te zeggen, waarin 't Hart concludeert dat opzeggen kan met 1 jaar notice, tenzij GSFS aantoonbaar haar verplichtingen niet na komt, in welk geval opzegging met onmiddellijke werking in gaat. 't Hart beveelt aan nader te onderzoeken of GSFS betalingsverplichtingen niet nakomt en merkt verder op dat *"sinds het wederzijds besluit van partijen om af te zien van de voorgenomen vennootschapsrechtelijke samenwerking ... feitelijk een andere situatie is ontstaan doordat de samenwerking een conflictueus karakter heeft gekregen als gevolg van de gewijzigde houding van de leidinggevende van GSFS [Vogel, onderzoekers]"*.

523. De RvC vergadering besluit *"dat de overeenkomst met GSFS pas zou moeten worden opgezegd als de vouchers zijn afgeleverd, dit zal volgende week gebeuren"*. In die context komt het gebruik door Pronk van het vakantiehuis van Vogel ter sprake. *"De heer Zwart vraagt of Egbert Pronk heeft gemeld dat hij gebruik zal maken van het huis van Frank Vogel. De heer Kroon geeft aan dat Egbert Pronk hem dit heeft verteld."* Hoewel het eerder Van Zaal is die voor die mededeling de juiste persoon lijkt wordt besloten dat het gebruik door moet gaan om de verhouding met Vogel niet te "verstoren". Uiteindelijk zal Pronk niet gaan en zegt hij zelfs zijn vakantie op om zijn bijdrage aan de precare situatie te leveren.

Voordat VDM terzake verdere actie onderneemt ontvangt het op 29 juli 2009 een formele opzegging/c.q. beëindiging van de PSA door GSFS omdat naar zeggen van GSFS VDM (Curvalue III) niet aan haar verplichtingen onder de PSA zou voldoen.

524. In de Audit Committee van 25 juni 2009 wordt gesproken over het audit rapport van E&Y van 17 juni 2009 over de 2008 cijfers. Onder het hoofdstuk *"Accounting and auditing issues"* bespreekt E&Y onder meer de *"impairment gross withholding tax receivables"*:

"In 2009, the Dutch tax authorities have commenced investigating the withholding tax receivables and corporate income tax that relates to the cooperation agreement with GSFS. This investigation is currently pending. The German Ministry of Finance issued a letter/circular dated March 20, 2009 and amended on May 5, 2009 in which the German Ministry of Finance state their opinion how the German withholding tax should be withheld on the compensation payment. According to the Ministry of Finance, the tax stated in the tax voucher can not be credited or refunded if it has not been paid by the opposite party of the trade. The circular was been stated to be effective starting January 1, 2009, however, the German tax authorities have 4 years time to start a tax audit and reassess the taxes. Although the case of VDM does not exactly fit to the letter of the German Ministry of Finance, the direction of the German Ministry of Finance seems more stringent."

VDM concluded that under the current economic climate, tax authorities are taking a more aggressive approach in their investigation of tax claims. As at 31 December 2008, among other things considering the uncertainty that the recorded gross withholding tax receivables related to the Delta Neutral Long Positions and the Unsettled Long Positions can be successfully reclaimed, VDM decided to impair the total recorded gross withholding tax receivables with EUR 43.2 million. Based on our procedures and discussions with management, we agreed with the 100% impairment of the receivables."

525. In het rapport bevestigt E&Y ook de impairment van de Avalon lening met EUR 1.5 miljoen. *"We recommend to closely monitor the performance of AMG and to assess if additional impairment losses need to be recovered."* E&Y benoemen een aantal specifieke risico's onder het hoofdstuk

"internal control" en onder het kopje "IT findings" merken zij op "We examined the design and existence of these IT general controls in conjunction with the financial statement audit of 2008. We determined that for our purposes IT general controls at the Holding level were ineffective". Moos in de audit committee vergadering "explains that the recommendations of E&Y are almost solved; the main IT problem will be solved after the relocation". Dit laatste een verwijzing naar de voorgenomen verhuizing naar Schiphol op 15 juli.

526. Er is een uitvoerige bespreking van het E&Y rapport die vrij gedetailleerd is genotuleerd. Over de Avalon lening is in de notulen te lezen:

"Mr. De Meris indicates that E&Y didn't know about the Avalon Loan when that came into the books of the company and that Avalon was an unknown company for E&Y until year-end when the audit was started. Ms. Moos tried to get more information on Avalon but only had the annual figures for 2007. Mr. De Meris thinks this is vague for the valuation of the loan and impairments should be made although no cash flow issues occurred and the loan had a long term bullet character. As VDM did not have adequate information regarding Avalon, VDM made scenarios and in line with managements assessment the company made an impairment of EUR 1.5 million. Mr. Den Drijver states that in June of this year VDM made a call to Avalon to get repayment of EUR 6 million.

Mr. Zwart asks when the annual figures of Avalon for the year 2008 will be published. Ms. Moos indicates to get the information next week as the finance manager of Avalon indicated this to her; Mr. Kroon confirms this. Mr. Zwart declares that the Avalon loan is a strange animal and wonders why it is in the books of the company.

Mr. Den Drijver explains that the Avalon loan was related to Online Trader and that is was the intention of the Company to use the infrastructure of the 150 Music Store shops in the Netherlands of Avalon to reach retail clients.

Mr. De Meris states that E&Y will look close into this loan during the audit 2009 and that the Company might have to make additional impairments on the EUR 6 million loan. Mr. Den Drijver explains that the loan is a 20% convertible bullet loan, and no interest is paid during the duration of the loan. Mr. Den Drijver explains that the company is in discussion with Avalon and expects that the company will have back its money within 12 months.

Mr. Zwart states that the company has a non proper loan in its books and that Van der Moolen Holding N.V. is no bank and that it is not normal to give loans without interest payments and without collateral he emphases that the company needs more information. Mr. Zwart asks which bank is in the house bank of Avalon, mr. Den Drijver responses that this is the Rabobank.

Mr. Kroon is asked who are the shareholders of Avalon he answers that, as far as he knows, Parcom is a shareholder of Avalon.

Mr. Den Drijver indicates that there are three lines regarding this subject:

- the payment of the interest;*
- how to get back the money within 12 months; and*
- [to put VDM into this process]*

Mr. Zwart asks if the Company has any idea of the results of Avalon. Mr. Den Drijver says that Avalon is in the middle of the process with PWC but it is expected to the results of Avalon are break even. Mr. Zwart emphases that the loan is a high risk. Mr. Paardekooper states that Avalon must give the Company information because the Company has granted

them a loan of EUR 6 million. Mr. Kroon states that Avalon has asked Van der Moolen to slow down because they are close to a solution. Mr. Zwart asks if the composition of the non Executive Board is known to VDM. Mr. Kroon responses that the non Executive Board of Parcom consists of:

- Mr Oudekerk;*
- Mr. Van Praag; and*
- Mr. Ybema"*

527. Onderzoekers citeren zo uitvoerig uit deze notulen om een paar redenen. Allereerst geeft het de kritische wind aan die er met de komst van de twee nieuwe commissarissen in de RvC ging waaien. Daarnaast toont het hoe klein de kring was van mensen die bij de Avalon lening betrokken waren. Tevens toont het aan dat er andere commissarissen bij Avalon zijn dan ten tijde van de lening met VDM was afgesproken (zie nr. 219). Bovendien zijn er twee versies van de notulen met als belangrijk verschil dat in de ene versie is genoteerd dat Kroon gevraagd wordt wie de aandeelhouders in Avalon zijn. Op een specifieke vraag van Zwart of hij iets met Avalon te maken heeft antwoordde Kroon dat hij niets met Avalon te maken had²⁴⁷, terwijl hij na afloop met Zwart belde om aan te geven "*dat hij er wel iets mee te maken had*", waarop Zwart hem gezegd heeft dit te melden bij de accountant. In de andere versie van de notulen komt de vraag aan Kroon als zodanig en dus Kroons onjuiste antwoord niet voor.
528. Volgens Van Zaal had hij binnen twee dagen na de vergadering de notulen klaar en bij Den Drijver ingeleverd. Van der Ham vertelde hem dat hij de notulen "*niet goed had opgesteld en dus niet betaald zou worden en gaf door dat hij deze niet mocht verstrekken aan de RvC*". In antwoord op e-mails van Paardekooper waar de notulen bleven antwoordde Van der Ham hem dat Van Zaal ze nog niet klaar had. Van der Ham heeft de notulen zelf aangepast en ze pas later aan de RvC verstrekt. Zwart en Paardekooper kwamen hier achter op 16 juli toen ze met Van Zaal bijeen zaten.²⁴⁸ Kroon zei onderzoekers niets te weten van het feit dat er twee versies van de notulen zijn geweest.
529. Verder werd tijdens deze vergadering met E&Y gesproken over een review van de halfjaar cijfers (die om kosten te besparen in de voorgaande jaren niet door E&Y werden ge"reviewed") en een verder onderzoek naar de persoonsgebonden kosten van Den Drijver en Kroon (op instigatie van Zwart en Paardekooper die na de uitjes naar Monaco en Madrid daar meer over wilden weten). "*Mr Zwart states that VDM has asked for a review of the semi annual figures. Mr. Den Drijver states that the review of the semi annual figures was included in the offer of E&Y. Mr. McNally and mr Zwart propose to discuss the engagement letter with Mr. De Meris. Mr Zwart indicated that the review of E&Y should include capitalization, Avalon and total view on normal things like costs*".

"Mr. Den Drijver repeats that Van der Moolen Holding N.V. is not under the supervision of AFM and/or DNB. Mr. Zwart responses that if there are serious problems in the Holding, DNB will visit the Company. Mr. Den Drijver states that the Company is in the middle of solving the problems and that the day to day operations of the Company conflict with the investigations of E&Y and Krüger & Partners. To minify the burden of the investigation it should be clear what is asked by E&Y and Krüger & Partners.

After mr. Kroon and mr. Zwart left the meeting at 12:00 hours Mr. McNally goes deeper into the semi annual procedures. Mr. Den Drijver explains that it is deemed to be important to have clarity regarding the full scope of the procedures before the work is started. To avoid double acting and to control the costs E&Y should align its work with Krüger & Partners in advance. Mr. De Meris agrees with this and will contact Mr. McNally and Krüger & Partners to come to a correct outline of the Engagement Letter.

²⁴⁷ Gespreksverslag Zwart, p. 5.

²⁴⁸ Gespreksverslag Van Zaal, p. 2 en 3.

Mr. Den Drijver adds to this that besides the to be started investigation of Krüger & Partners, Van der Moolen Holding N.V. is busy with the tax reclaims, the filling in of the reclaims, the settlement of the VAT reclaim, presentation and the request to renew the KBC loan, the reclaim of the withholding tax of the Dutch tax authorities and the move of 2 offices. In addition to that it is also the holiday season, so that this EY engagement may not be detrimental to the company and its priorities. Mr. De Meris endorses this."

530. Volgens Zwart krabbelde McNally, na overleg met Den Drijver, terug met betrekking tot het onderzoek naar deze persoonsgebonden kosten. McNally heeft onderzoekers in reactie op het concept verslag gezegd geen overleg te hebben gehad over deze zaak met Den Drijver maar wel dat hij tegen het onderzoek was omdat hij vond dat de al bestaande onderzoeken prioriteit moesten krijgen. Zwart en Paardekooper hebben E&Y dat onderzoek toch gevraagd te doen.

531. Op 23 juni 2009 heeft Moos de in Bijlage 11 deel 2 opgenomen kas prognose gemaakt en met Den Drijver besproken. Deze kas prognose is niet aan de orde gekomen tijdens de AC/RvC vergaderingen van 25 juni 2009.

Onderzoekers stellen vast dat Den Drijver de daags tevoren hem bekend geworden informatie niet eigener beweging met de RvC/AC heeft gedeeld.

532. Moos heeft onderzoekers verteld dat ze na deze vergadering dieper in het Avalon dossier is gedoken. Hoewel Zwart E&Y opdracht had gegeven daar verder naar te kijken wilde Moos zelf ook verder onderzoek doen, waarvoor ze groen licht van Den Drijver kreeg. Zeker na de inval van de AFM en de vragen die de AFM over Avalon stelde kreeg Moos het vermoeden dat Kroon verder betrokken was dan hij had aangegeven. Zo noemde de accountant van Avalon haar op 10 juli de terugbetaling van de EUR 750.000 aan leningen van DIMP. Moos vond dat Den Drijver Kroon hierop moest aanspreken, maar Den Drijver verwees haar naar Maring. Het was de verdere gang van zaken rond dit dossier die haar deed besluiten op 15 juli met Zwart te spreken, zie hierna nrs. 563 en volgende.²⁴⁹

533. Over de verdere actie naar aanleiding van Avalon zegt Zwart:

*"De heer Zwart kende de heer Maring zakelijk van het Condordia Fund waar Van Lanschot voor 10% in belegde en een commissaris mocht aanleveren. De heer Zwart heeft begin juli 2009 met de heer Maring geluncht om er achter te komen hoe het zat. De heer Maring vertelde dat hij was gevraagd voor de one-tier board van VDM" De heer Zwart geeft aan dat er correspondentie bestaat waar dit uit blijkt, maar heeft deze niet meer kunnen vinden "en dat hij zich bezig hield met de strategie van Avalon. Ook vertelde hij dat het bedrijf van Kroon en zijn kinderen was gekocht en dat daar indirect het geld van VDM voor gebruikt was en dat er een geldstroom naar de familie Kroon was gegaan in de vorm van vergoeding voor het verkrijgen van een lening. De heer Kroon is niet beloond voor de transactie, maar hij heeft wel advieswerk gedaan waar hij ongeveer 350.000 euro voor betaald heeft gekregen door Avalon. Dat heeft de heer Kroon allemaal niet bekend in de AC of aan E&Y."*²⁵⁰

534. Ten slotte zij hier vermeld de brief van 25 juni 2009 van AFM aan VDM waarin de AFM het voornemen bekend maakt om niet in te stemmen met de "benoeming van de heer G.H.A. Kroon tot dagelijks beleidsbepaler bij Van der Moolen Holding". Dat voornemen wordt onderbouwd met verwijzing naar Kroons invulling van het formulier Betrouwbaarheidsonderzoek en zijn

²⁴⁹ Gespreksverslag Moos, p. 7 en 8.

²⁵⁰ Gespreksverslag Zwart, p. 5.

betrokkenheid bij het faillissement van V-Hold B.V., een en ander ondanks de namens Kroon door Loyens & Loeff aangevoerde argumenten en de namens VDM door Spigthoff gemaakte opmerkingen. Namens VDM is Spigthoff tevergeefs tegen deze brief in beroep gegaan.

5.3 Onderzoeken

(a) Krüger & Partners

535. De 2 nieuwe commissarissen hadden met de RvB afgesproken dat er een "quick scan" gemaakt zou worden van de onderneming, een onderzoek dat de 2 heren ook aankondigden in hun gesprek op 4 juni 2009 met AFM/DNB. Op 9 juni 2009 spraken Den Drijver en Kroon met de heer Lieve van K&P, die daarna een offerte maakte gedateerd 12 juni 2009. In dat document worden als door Den Drijver en Kroon gemelde aandachtspunten genoemd: *"structurele invulling legal en compliance posities, toekomstig bestuur, aan Basel II criteria blijven voldoen, GSFS en het algeheel niveau van de organisatie en het functioneren daarvan."* K&P noemt:

- *exploitatie, bestuur en liquiditeit*
- *bedrijfseconomische situatie*
- *management en organisatie*
- *management informatie*
- *legal, compliance*

en concrete maatregelen als onderwerp van het onderzoek. K&P zeggen te zullen streven naar afronding in *"uiterlijk 3 volle werkweken na ontvangst van uw opdracht."*

536. Zwart en Paardekooper vertelden dat Den Drijver lang wachtte met het paraferen en terugsturen van de opdracht. Uiteindelijk moet daarover gesproken worden in de RvC vergadering van 25 juni, zodat de getekende opdracht vervolgens op de 26e juni dus 2 weken later, wordt verstuurd. In de notulen staat: *"De vergadering beslist om de opdracht aan Krüger & Partners na de vergadering te tekenen."* Ook daarna blijft het voor K&P moeilijk om toegang tot de organisatie te krijgen.

537. In hun rapport van 6 augustus 2009, waarvan een concept op 1 augustus aan "de directie van VDM is toegelicht" schrijven zij daarover:

- *"Hoewel zulks geen afbreuk doet aan de strekking van conclusies en aanbevelingen vermeld in de laatste bladzijden van dit rapport of aan het totaalbeeld van K&P van de onderneming van VDM, merkt K&P op dat haar werkzaamheden door een aantal omstandigheden zijn bemoeilijkt. Ter toelichting het navolgende.*
- *Een (eerste) omstandigheid die vertraging heeft opgeleverd is het feit dat de voormalig directeur en de RvC eerst op 22 juni 2009 hun handtekening hebben geplaatst onder het voorstel tot deze opdracht van 12 juni 2009 en K&P deze pas 26 juni retour ontving. In de tussentijdse periode is door K&P, mede op verzoek van de RvC, meerdere malen contact gezocht met VDM teneinde, zoals door de RvC gewenst, zo snel als mogelijk met de werkzaamheden aan te vangen.*
- *Een tweede omstandigheid is dat bepaalde afspraken met medewerkers in de periode 3 tot en met 10 juli 2009 als gevolg van het onverwachte onderzoek van AFM/DNB deels zijn uitgesteld (naar de weken van 13 en 20 juli) en deels zijn afgesteld. DE GP Operations & Special Projects ontweek tot 23 juli een gesprek met K&P.*
- *Een derde omstandigheid betrof het feit dat VDM bezig was met de voorbereidingen voor een verhuizing naar Schiphol (vanuit twee locaties in het centrum van Amsterdam).*
- *Een vierde omstandigheid was dat ondanks meerdere verzoeken aan de voormalige directeur en zijn beoogd medebestuurder, K&P tot 20 juli de reeds op 26 juni verzochte*

kopieën van relevante stukken niet heeft ontvangen. Voortgang en diepgang van de werkzaamheden zijn hierdoor ernstig belemmerd. Pas nadat de RvC het bestuur van VDM heeft overgenomen zijn diverse van de gevraagde (financiële en juridische) stukken ontvangen."

538. Zoals hierna uiteengezet zal worden is VDM ingehaald door de omstandigheden (onderzoek DNB/AFM, melding Moos, liquiditeitsproblemen en niet-verlenging door KBC, vertrek Den Drijver en Kroon), zodat een aantal zaken die in het K&P rapport aan de orde kwamen inmiddels ook voor 5 augustus wel zichtbaar waren geworden. Onderzoekers achten het relevant te vermelden wat die conclusies waren van deze onafhankelijke partij.

539. Op pag. 6 van het rapport staan die luid en duidelijk:

- *"verkrijgen van een majeure kapitaalinjectie*
- *nieuw management, en*
- *kwaliteitsverbetering van de handelaren en IT-systemen".*

K&P noemen verschillende zaken:

- verliesgevende handelsactiviteiten, ondermeer vanwege demotivatatie en het vertrek van 8 handelaren.
- Den Drijver slechts bereikbaar via de company secretary
- Den Drijver en Kroon toonden geen goed voorbeeld gedrag op het gebied van onkosten-declaraties en aanwezigheid, en
- Hebben bij het aangaan van overeenkomsten door VDM met aan hen persoonlijk gelieerde personen en ondernemingen onvoldoende oog gehad voor de toegevoegde waarde voor VDM als onderneming.

540. K&P zegt over Den Drijver verder dat hij:

- De onderneming onvoldoende adequaat heeft aangestuurd
- Niet gezorgd heeft voor voldoende kwaliteit van systemen (bv Clickstation)
- Onvolledig/niet tijdig informatie aan de RvC heeft verschaft
- Traders niet heeft kunnen binden/motiveren
- Te laat ingreep om automatiserings ontwikkelingen te realiseren.

Hoewel K&P het 2e echelon van 3 Group Presidents vakinhoudelijk voldoende kwaliteit vindt hebben, hebben ze volgens K&P als groep te weinig ervaring/management capaciteiten om verandering te bewerkstelligen. Terwijl staffuncties lange tijd ad interim zijn bekleed zegt K&P dat *"risk management, de backoffice en informatie aan traders goed zijn verzorgd"*.

541. De kwaliteit van de VDM-traders is negatief beïnvloed door het ontbreken van een professionele human resources discipline en lager dan bij concurrenten als IMC, Optiver en All Options. Daarbij ontbreekt het hen aan IT-kennis en systemen. De solvabiliteit en liquiditeitspositie zijn in 2008 sterk negatief beïnvloed aldus het rapport door inkoop eigen aandelen ad EUR 29.8 miljoen en de verstrekking van de lening aan Avalon ad EUR 6 miljoen en de solvabiliteit ultimo 2008 is slechts 3.6%, zij het dat die gebaseerd is op het door IFRS vereiste niet-solderen van handelsposities. Over de liquiditeit zegt het rapport, met verwijzing naar het onderzoek van Kempen & Co dat die vanaf augustus 2009 niet meer toereikend zal zijn.

(b) AFM/DNB

542. Op 3 juli 2009 kwamen AFM/DNB met een aantal medewerkers ten kantore van VDM. Dit was onaangekondigd, zij het dat Zwart heeft verklaard dat hij die ochtend wel door hen was gebeld dat

dit ging gebeuren.²⁵¹ Er kwamen eerst 3 mensen, later werden dat er zo'n 10. Kroon belde de commissarissen, Frank 't Hart van Spigthoff en de interne jurist waren aanwezig. Den Drijver kwam 's middags op kantoor en liet "spelregels" vastleggen voor gesprekken die de vertegenwoordigers van DNB/AFM hadden met werknemers, waaraan Den Drijver hen bij brief van 7 juli, naar aanleiding van een gesprek dat AFM/DNB had met Van den Berg, nog eens herinnert.

543. De vertegenwoordigers van AFM/DNB zijn na die vrijdag 3 juli 2009 niet terug gekomen. Hun onderzoek richt zich specifiek op de 2 vergunningplichtige vennootschappen in de VDM groep en voor zover het de bestuurders betreft ook op VDM Holding N.V. als houdstermaatschappij. Het onderzoek is gericht op compliance en de naleving van de regeling met betrekking tot privétransacties. Het onderzoek is nog gaande en derhalve was AFM slechts bereid vragen van onderzoekers te beantwoorden binnen de marges die daarvoor bij lopende onderzoeken gelden.
544. Onderzoekers begrijpen dat een "inval" een zware maatregel is, waartoe door de AFM besloten wordt in "proportionaliteit". De AFM wilde onderzoekers niet zeggen of hun onderzoek en de "inval" getriggert waren door mensen binnen VDM. Wel zei de AFM dat het een opeenstapeling van zaken was die speelden bij VDM, waarbij ook gesprekken met de nieuwe commissarissen een rol speelden. Het is duidelijk gezien publicaties over het onderwerp dat DNB dividendarbitrage activiteiten als ondernomen met GSFS niet verbood, maar dat DNB er geen grote voorstander van was.
545. Kroon heeft bij monde van zijn raadsman aangegeven dat Zwart om een inval door AFM/DNB heeft verzocht.²⁵² Zwart heeft tegen onderzoekers gezegd dat hij AFM/DNB niet heeft gevraagd. De Méris sprak onderzoekers over de veelvuldige contacten tussen Zwart en de toezichthouder, zie nummer 551. Ook Moos en Van der Linden wezen onderzoekers in de richting van een verband tussen Zwart en het onderzoek. Zij zeiden verbaasd te zijn over de gerichte vragen die AFM/DNB stelden over Avalon en andere zaken die niet algemeen bekend waren. Zie in dit opzicht ook de profetische uitspraak van Zwart op 25 juni 2009 aangehaald in nr. 529: *"if there are serious problems in the Holding DNB will visit the Company."* Overigens heeft de fysieke aanwezigheid van DNB/AFM 1 dag geduurd.

(c) Onderzoek E&Y

546. E&Y had na de audit committee vergadering van 25 juni 2009 als bijzondere opdracht gekregen het uitvoeren van specifiek overeengekomen werkzaamheden aangaande de halfjaar cijfers 2009 waaronder onder meer begrepen een analyse van de kapitaalspositie per 30 juni 2009, identificatie van *"loans and receivables"* met speciale focus op de Avalon lening, een analyse van de halfjaar cijfers 2009 met speciale focus op kosten en *"comparison of the direct and indirect operation costs with budget"*. In de notulen van de vergadering is dit opgenomen als *"total view on normal things like costs"* en onderzoekers hebben begrepen dat hiermede op het onkostendeclaratie gedrag van Den Drijver en Kroon werd gedoeld. Over de opdracht ontstond direct onenigheid tussen McNally, voorzitter van de audit committee, en Zwart. Naar zeggen van Zwart had hij deze opdracht voorbesproken met McNally, die in eerste instantie akkoord was maar later (na overleg met Den Drijver) terugkrabbelde. Zwart had namens de RvC inmiddels de opdracht aan E&Y geaccordeerd maar McNally vond dat het onderzoek Den Drijver als CEO in een moeilijke positie kon brengen en dat de opdracht voor een verklaring op de halfjaarcijfers in de ogen van hem en Den Drijver te duur was.
547. Zwart stuurt McNally op zaterdag 27 juni een e-mail waarin hij zegt:

"Dear Martin,

²⁵¹ Gespreksverslag Zwart, p. 6.

²⁵² Brief Loyens & Loeff aan onderzoekers van 16 december 2010.

*I'm very disappointed with your reaction.
 I thought we had a clear understanding about the urgency of the activities of E&Y.
 VDM is in stormy weather.
 I think we need to have serious worries about its continuity.
 I think today management and supervisory board are not in control.
 The activities of K&P and E&Y are necessarily as soon as possible so that the supervisory board can take their responsibilities.
 E&Y will do their activities in consultation with K&P and in a way that Linda Moos will be dealt with gently.
 We may expect that in this period management and staff will do everything to make the company survive.
 Discussion about costs and extra workload are not relevant in this state.
 I expect you to reconsider your opinion.
 However I want to be very clear that if we don't agree in this matter, I will take my responsibility as president of VDM and will sign the engagement letter myself.
 It is very important that E&Y starts its activities on Monday."*

Paardekooper stuurt daar dezelfde dag nog een e-mail over heen die iets juridischer van toon is:

"Dear Martin,

Please do send me copies of your mails in matters concerning VDM in the future, as I like to be informed up to date about VDM's issues.

As I learned from Peter's reaction, you are apparently trying to discuss E&Y's engagement, although a formal resolution to engage them has already been taken during the Audit Committee's meeting of last Thursday.

A formal resolution was taken, and this resolution has, and will be respected by the Supervisory Board, as well as by the Audit Committee, and the executive management of VDM.

Apparently, you want to take a new decision, outside the (a)normal meeting. Please do have a closer look on article 9 (Supervisory Board meetings, agenda, teleconferencing, et cetera) of the "Rules governing the Supervisory Board's Principles and best Practices". As Peter and I will vote in favour on any new decision regarding E&Y appointment for the review and audit, any further attempt to reverse this resolution, will be useless.

Please note that VDM is the only Euronext listed Company who does not have a review of its half year report. You, being a certified accountant yourself, and chairman of the Audit Committee, should welcome this review/audit.

Might there be any discussion whether or not the Supervisory Board and/or Audit Committee are authorised to instruct E&Y as decided (by the way, the executives did agree too, although we do not need their consent on this subject), you will find your relief in articles 3.6, 8, 9 of the "Charter of the Audit Committee of Van der Moolen Holding N.V. – Annex C, as well as article 10.3, 13.1 of the "Rules governing the Supervisory Board's Principles and best Practices".

Among other worries, you are worried about the costs of the Engagement of E&Y. I'd wished that you would have been so critical when the Company decided to organise the very costly trips to Monaco's GP and the Real Madrid-Barcelona soccer match (what were the Companies interest/benefits in these trips, organised by the Children of Hans Kroon)?

Given the (financial) situation of the Company, It is in the interest of the Company and its shareholders, that at the earliest convenience a full insight in costs (et cetera) is available, in order

to get "in control" of the Company again. The Company is going downhill for quite some time, and I have serious concerns regarding VDM's capability to survive 2009 too. Until now, management has not succeeded to turn this downhill run around, in a market where its direct competitors have had very profitable years. Advice/analysis of the Company's situation and a(n) audit/review of the Company's costs/half year report, are of great importance to the Company, and to the Supervisory board (in order to fulfil its task in a proper way).

I won't allow any delay in either Kruger & partners analysis, or E&Y's Audit/Review."

548. McNally antwoordt daarop op de 28e juni als volgt:

"Dear Peter and Arjen,

I am sorry you are both disappointed with my reply, but please do not misunderstand or misrepresent what I said.

Firstly, I am in no way trying to change any decision made in our meeting, as I fully agree with the appointment of E&Y. I was only addressing some practical issues, as I did not see the same level of urgency as you clearly do.

Secondly, although we agreed the appointment in principle, we did not discuss the scope of work which was subsequently set out in the draft Engagement Letter and I had assumed that Peter and I (as Chairman of the Audit Committee) would discuss and agree this before confirmation with E&Y. This assumption was based on the working practice used by Gerrit and myself where we would briefly contact each other by telephone or email and ensure we were both in agreement.

I am also surprised at the serious statements you have made below especially about lack of management control over the company and its continuity. Although we discussed this in general in the meeting, I was unaware of how strongly your opinion was on this. I have only seen the information contained in the Board pack given to me on Wednesday before the meeting and do not have access to any other information. It may be that you both have additional information on the company and its situation which is not available to me and which increases your concerns.

If you believe it is such a matter of urgency that the E&Y work starts on Monday, I have no issues with that but would have liked you to have passed this message on to me.

Unfortunately, our working relationship does not appear to have started well, and perhaps it is because I missed the last meeting and written minutes do not reflect the whole position."

549. Onderzoekers geven deze e-mailwisseling weer omdat hij tekenend is voor het gebrek aan vertrouwen dat de 2 nieuwe commissarissen zeiden te hebben in McNally, met name omdat hij naar hun mening steeds in verbinding stond met Den Drijver, ook over zaken die commissarissen onder elkaar bespraken. De opdracht aan E&Y is er uiteindelijk gekomen, de 2 zaken zijn in één opdracht gecombineerd (E&Y brief 14 juli 2009).

550. In het rapport van E&Y gedateerd 6 augustus 2009 komen ondermeer de volgende zaken aan de orde:

- Over de kapitaalpositie zegt E&Y dat VDM een risk systeem gebruikt *"that does not look into the probability that the above-mentioned scenarios will be realized"* en dat Basel II dit interne model niet zal erkennen. Wat betreft deze *"workaround solution for its total portfolio"* zegt E&Y dat ze niets hebben gevonden waaruit blijkt dat DNB met deze methode instemt en dat veel follow-up vereist is.

- E&Y reconstrueert de gang van zaken rond de Avalon lening en noteert dat VDM in juni 2009 terugbetaling van de lening heeft geëist, maar dat een *"restructuring of the convertible loan on the short term will be the most likely solution for parties."*
- E&Y kijkt ook naar kosten van adviseurs. Naast EUR 223.431 voor Spigthoff zijn met name de declaraties van Kroon en Blaauwendraad Management interessant:

"Consultancy fees increased by € 78,000 to € 414,000 as at June 30, 2009 compared to June 30, 2008 and mainly concerns invoices received from Mr. H. Kroon. We were informed that € 76,000 was booked as consultancy fees as result of the 19% VAT charge, related to the 2008 bonus of € 400,000 granted to Mr. H. Kroon, which was not recorded in 2008."

*Table 7: Consultancy fees:
(amounts in euros)*

<i>Entry Nr</i>	<i>Period</i>	<i>Description</i>	<i>Amount</i>
14000132	2009-01	H. Kroon jan 2009	41.650
14000324	2009-03	H. Kroon decl 3-3-2009 feb.	53.550
14000690	2009-03	H. Kroon decl 24-3-2009 mrt	41.650
14000640	2009-04	H. Kroon decl 24-4-2009	51.170
15000660	2009-06	Btw factuur H Kroon dd 30-12-2008 ad €400,000	76.000
			264.020

Contractors increased by € 112,000 to € 356,000 as at June 30, 2009 compared to June 30, 2008 and mainly due to invoices from Blaauwendraad Management Consultants BV for a total amount of € 85,000 for services rendered related to Cyprus loan, Vouchers and US Tax. We established that for the total fee invoiced for an amount of € 367,000 a total of € 282,000 is transferred back to the Company as agreed results were not realized. We were informed by the Company that all other fees paid to Blaauwendraad management Consultants BV are expected to be repaid by Blaauwendraad in the near future. We noted the following contractors who invoiced considerable amounts to the Company:

*Table 8: Contractors Other
(amounts in euros)*

<i>Entry Nr</i>			<i>Debit</i>	<i>Credit</i>
14000128	2009-02	Blaauwendraad jan 2009	11.454	--
14000411	2009-03	Blaauwendraad FEB 2009	247.621	--
14000643	2009-03	Blaauwendraad mrt 2009	34.361	--
14000599	2009-04	Blaauwendraad inz. Mrt	34.361	--
14000718	2009-04	Blaauwendraad apr 2009	39.401	--
14000834	2009-05	Blaauwendraad inz. mrt credit	--	34.361
14000835	2009-05	Blaauwendraad inz. dec credit	--	9.392
14001124	2009-06	Blaauwendraad feb	--	59.500
14001125	2009-06	Blaauwendraad feb	--	59.500
14001126	2009-06	Blaauwendraad feb	--	119.000
			367.198	281.753
<i>Blaauwendraad balance</i>			85.455"	

Onderzoekers hebben van curatoren begrepen dat Blaauwendraad een bedrag van EUR 234.697 heeft teruggestort.

551. Over de positie van E&Y willen onderzoekers verder nog opmerken dat De M  ris onderzoekers vertelde dat hij *"sterk de indruk had dat de heer Zwart frequent in contact stond met de toezichthouders"* gedurende de maanden juni en juli. Zelf heeft E&Y op 13 juli 2009 een brief geschreven aan de AFM waarin zij een melding doen ex art. 4:27 lid 1 Wft en wijzen op hun constatering dat er grote meningsverschillen bestaan tussen bestuurders en commissarissen zodat *"een onwerkbaar situatie dreigt te ontstaan"*. Op 30 juli volgen zij deze brief op met de zgn. continu  teitsbrief, ex artikel 3:88 lid 1 sub b Wft. Ondanks de uitnodiging daartoe in beide brieven is er door AFM/DNB nimmer contact opgenomen met E&Y.²⁵³

(d) Overige onderzoeken en samenloop

552. In dezelfde tijd dat de in (a) t/m (c) genoemde onderzoeken gaande waren, was er ook nog aan de gang een eerder dat jaar gestart onderzoek door de belastingdienst naar dividendarbitrage en de samenwerking met GSFS hetgeen naar zeggen van Van der Linden en Moos tijdrovend was in de zin van het aanleveren van informatie. Tenslotte wordt op 28 juli 2009 Kempen & Co door VDM aangetrokken als adviseur bij het verkrijgen van extra liquiditeit (Project Kingfisher), een relatie die zich later vertaalt in ander advieswerk ter zake van verkoop van bedrijfsonderdelen, beëindiging van de samenwerking met GSFS en andere projecten.
553. Bij elkaar genomen was dit een groot aantal onderzoeken, waardoor er een groot beslag aan tijd ontstond bij mensen als Moos, Van der Linden en Pronk, en hun teams, die ook zeer relevant waren voor de operationele gang van zaken. Er werd in deze maanden een groot beroep gedaan op hun inzet en loyaliteit. Onderzoekers hebben niet diepgaand onderzocht wat de verhuizing betekende aan tijdsbeslag voor de organisatie. Het was een project met een lange voorbereidingstijd, er lag een draaiboek, het betrof ongeveer 200 medewerkers die verhuisd moesten worden en de verhuizing vond uiteindelijk plaats op 1 dag. Behalve Den Drijver in zijn verweerschrift en Kroon in zijn gesprek met onderzoekers heeft niemand zich tegenover onderzoekers heel specifiek uitgelaten over de verhuizing als iets dat veel management aandacht vroeg.

5.4 KBC

554. Er was een (vol benutte) kredietlijn van KBC die in de zomer van 2009 EUR 10 miljoen bedroeg en zou aflopen in oktober 2009. Onderzoekers begrijpen dat de kredietlijn, die uit 2007 dateerde, aanvankelijk EUR 15 miljoen bedroeg, maar dat, nadat in 2008 de faciliteit geheel werd terugbetaald, de kredietlijn lange tijd ongebruikt bleef en dat men toen de limiet naar EUR 10 miljoen verlaagde. Op 28 mei 2009 hadden Den Drijver en Kroon op hun initiatief een gesprek met KBC. Hoewel het was ingestoken als een kennismakingsgesprek kwam naar voren dat VDM de kredietlijn verlengd wilde zien en bij voorkeur weer opgehoogd naar EUR 15 miljoen. Een formele aanvraag was er niet. Besloten was om tijdig verlenging aan te vragen. Daartoe was er begin juni 2009 een verzoek bij KBC neergelegd. Op 2 juni 2009 ontving Moos het volgende e-mailbericht van Den Drijver:

"We [Den Drijver en Kroon, onderzoekers] hebben een zeer goed gesprek gehad met bestuur KBC bank ook over verlenging lening gesproken. Ze zaten hier positief in en Guy, de voorzitter, is ook elke twee weken voorzitter van de kredietcommissie. Ik stel voor om zsm te verlengen. We moeten kijken voor hoeveel en hoelang. Ik denk door alles gelijk te laten de procedure het eenvoudigst is en snelst is. Kun jij dit voor as dinsdag voorbereiden en ons een copy van het huidige leencontract te sturen."

²⁵³

Gespreksverslag De M  ris, p. 5/6.

Op 3 juni 2009 stuurt Moos de volgende e-mail aan Den Drijver en Kroon, met als bijlage het contract van de Revolving Credit Facility:

"Zoals gisteren met elkaar afgesproken zouden Frank [van der Linden, onderzoekers] en ik de volgende wijzigingen in onze kredietfaciliteit voorstellen. Uitgangspunt is: Alles blijft gelijk, met uitzondering van de volgende punten:"

Acht wijzigingen worden vermeld die louter van technische aard zijn zoals andere namen en data. Op 4 juni 2009 stuurt Moos een e-mail aan Van der Ham met de volgende vraag:

*"Lenny,
Hebben Hans en Richard reeds (telefonisch) contact opgenomen met KBC. Wordt de e-mail zoals ik had voorbereid doorgestuurd naar KBC?"*

555. Op 18 juni 2009 stuurde KBC een brief naar Den Drijver en Kroon met daarin een groot aantal vragen over de kapitaalspositie van VDM, de resultaten, en de strategie van VDM.

"Naar aanleiding van ons recent onderhoud hebben wij uw kredietdossier besproken met onze kredietafdeling. Op basis van dit gesprek en gezien de gepubliceerde FY 2008 en 1Q09 resultaten van Van der Moolen hebben onze kredietbeoordelaars bijkomende vragen gesteld ten einde het proces van de kredietaanvraag te kunnen finaliseren.. (...)."

In de notulen van de RvC van 8 juni staat:

"De heer Den Drijver licht toe dat de huidige lening van KBC per 29 oktober 2009 af zal lopen. Er zijn gesprekken met KBC gestart over een nieuwe lening, ter vervanging van de huidige lening van KBC. Tevens is er met de directie van KBC in België persoonlijk overleg gevoerd waarbij het verzoek tot verlenging is neergelegd. De eerste berichten zijn positief. De heer Zwart geeft aan dat dit met spoed behandeld moet worden en zo spoedig mogelijk bevestiging van de continuering van de faciliteit van KBC moet worden verkregen en stelt voor dit punt op de actielijst te plaatsen (actiepunt)."

556. Op de actielijst wordt al verwezen naar de KBC-brief van 18 juni 2009 en genoteerd dat in de week eindigend op 26 juni een antwoord zal worden verstuurd waarna een mondelinge toelichting door Den Drijver, Kroon en Moos in België gegeven zal worden.

557. Den Drijver bleef de assistentie van Blaauwendraad invoeren, ook bij dit dossier. Zo verzocht hij in een e-mail van 10 juni 2009 aan Blaauwendraad: *"Evert, wil jij nog bullit points sturen inzake kredietaanvraag KBC-bank en evt. commercieel plan van aanpak ten behoeve van presentatie"*. Blaauwendraad antwoordt als volgt:

"Beste Lenny,

De volgende zaken dienen naar mijn mening minimal aan de orde te komen:

- 1) versterking Raad van Bestuur door toetreding van Hans Kroon, verdere versterking in voorbereiding*
- 2) vernieuwing Raad van Commissarissen door aftreden oude garde en toetreding van de heren Paardekooper, McNally en Zwart (met korte CV's wellicht)*
- 3) verhuizing van VDM naar nieuwe locatie op Schiphol waardoor een einde komt aan de verschillende locaties in de binnenstad. De verspreidheid van het personeel komt hiermee ten einde en leidt tot meer cohesie. Alle handelaren opereren vanuit één vloer.*

- 4) *reorganisatie van het personeelsbestand door getalsmatige inkrimping met circa 20%*
- 5) *doorvoeren van bezuinigingsmaatregelen teneinde de structurele maandelijkse kosten tot het noodzakelijke minimum te beperken*
- 6) *opzetten/uitbreiden van algoritme trading waardoor aanzienlijke verbetering van de inkomstenstroom zal plaatsvinden*
- 7) *het binnenhalen van één of meerdere ervaren teams van handelaren van derde financiële instellingen die bestaande inkomstenstromen en contactennetwerken meenemen*
- 8) *het voortgaand verbeteren van de risksystemen en de riskafdeling zodat handelsrisico's maximaal beperkt worden*
- 9) *het beëindigen van de relatie met GSFS; de Raad van Bestuur onderkent met dit samenwerkingsverband een verkeerde keuze te hebben gemaakt en streeft ernaar in 2009 de overeenkomst met GSFS af te hechten*
- 10) *dividendarbitrage zal in het vervolg uitsluitend worden uitgevoerd in jurisdicties waarvan van te voren vaststaat dat er terugvordering van dividendbelasting geen ingewikkelde, controversiële of langdurige kwestie is. Hiertoe zal intern een specialistische afdeling worden opgezet."*

558. Den Drijver mailt deze aanbevelingen door aan Zwart die in een e-mail van 14 juni Den Drijver eerst inzicht in het denken van een kredietcomité geeft om vervolgens aan te bevelen:

*"Cijfermatig doet Van der Moolen het de laatste jaren niet goed.
 Het eigen vermogen staat ook onder druk.
 Ook zijn we een paar keer vervelend in de publiciteit gekomen
 Strategie is een aantal keer bijgesteld.
 Al deze punten zul je in je presentatie moeten tekkelen.
 Ik zou de punten van Evert dan ook als volgt willen aanvullen.*

- *De strategie is de laatste jaren bijgesteld wat heeft geleid tot afboekingen. Het is van belang dat je de nu consistente strategie uitdraagt.*
- *Vertrouwelijk beschikbaar stellen van de cijfers met een goede toelichting op de solvabiliteit. Die solvabiliteit zou verhoogd kunnen worden met aantoonbare stille reserves. Bijvoorbeeld: een waardering van het fiscaal compensabele verlies in de VS. Wellicht zijn er nog andere posten.*
- *Het resultaat. Je zult duidelijk moeten maken op welk moment Van der Moolen weer zwarte cijfers zal schrijven.*
- *Aangeven dat en hoe we de publiciteit beter zullen managen.*
- *Vaak is de cliënt beter dan de bank zelf in staat aan te geven wat de bank verdient aan de cliënt. Het is verstandig om Linda overzichten van de laatste jaren te laten maken van de fees die wij afdragen aan KBC.*
- *Ik weet niet of wij nog zaken met andere banken doen die eventueel kunnen worden afgebogen naar KBC.*
- *Zijn er vanuit Van der Moolen zekerheden te geven? Als dat zo is, moet je het niet aanbieden. Het is verstandig op dit punt wel voor te bereiden maar achter de hand te houden."*

559. Op 1 juli 2009 e-mailt Den Drijver naar Moos en Van der Linden het volgende:

*"beste Linda en Frank,
Heb gisteren avond uitgebreid gesproken met peter hannes en guy plus hoofd Legal van KBC. Zij bevestigen wederom dat zij volledig achter verlenging lening staan en zullen helpen mochten er bij de kredietcommissie problemen zijn. Zij gaan rond 21 juni op vakantie het is dus noodzakelijk deze week de aanvraag nog te versturen. Gaarne naar peter hannes deze kan er dan nog naar kijken alvorens formeel in te dienen"*

Nog dezelfde dag worden de concept antwoorden op de vragen van KBC, zoals voorbereid door Moos en Van der Linden, met Den Drijver afgestemd.

560. Den Drijver stuurt op 3 juli 2009 de antwoorden op de vragenbrief van 18 juni 2009. Curatoren hebben onderzoekers verteld dat zij de KBC relatiebeheerder hebben gesproken die hen vertelde dat het juist ging om zaken die niet in de antwoorden stonden zoals het liquiditeitstekort en de management visie over de kapitaalstructuur. Er is enige discussie geweest of er nu een formele kredietaanvraag lag of niet, maar meer dan de genoemde documenten hebben onderzoekers niet gezien. Feit is dat naar zeggen van Zwart, Moos en curatoren Den Drijver omtrent zijn vertrek op 17 juli 2009 de account manager van KBC heeft gebeld die hem geadviseerd zou hebben het verzoek niet formeel aan de krediet commissie te doen voorleggen omdat, mede gelet op de 2 slechte kwartalen van VDM, het kredietverzoek zou worden afgewezen.

561. Overigens willen onderzoekers in dit verband wel vermelden dat rond deze tijd met name Moos en Van der Linden hard bezig waren met het implementeren van maatregelen die de liquiditeitspositie moesten verbeteren:

- Pogingen om cash bonussen in aandeel bonussen te veranderen (uiteindelijk niet gelukt)
- Het aantrekken van genoemde leningen
- Het uitvoeren van een kosten reductie plan dat tot een besparing van 20% moest leiden
- Het bezien van bonuscontracten (dat tot een uittocht van handelaren leidde).²⁵⁴

5.5 Juli 2009 (vertrek Den Drijver en Kroon)

562. Begin juli had Zwart als bankier een ongemakkelijk gevoel over de vragen van KBC; hij was er niet gerust op dat de financiering niet in oktober afgelost zou moeten worden. De details rond de Avalon lening en de twijfel rond de aflossing ervan waren bekend geworden in bredere kring, er heerste een stemming in de top van VDM waar de RvB één kant op wilden en de 2 nieuwe commissarissen een andere, bijvoorbeeld ten aanzien van het onderzoek van K&P, McNally liep steeds een ronde achter, met name door gebrekkige informatievoorziening, en het hoogste management échalon onder de RvB moest met man en macht werken op een aantal fronten tegelijk om de boel bij elkaar te houden. In deze setting stuurde E&Y zijn brief van 13 juli naar de AFM.

563. Zoals in nr. 532 is opgemerkt sprak Moos Den Drijver aan op de rol van Kroon bij Avalon. Op 13 juli ontving zij per brief antwoorden op vragen die ze Maring en zijn accountant had gesteld. Die antwoorden vereisten verdere doorvraag naar het doel van de lening, de RvC van Avalon, cashflow stromen vanuit DIMP, de betrokkenheid van de heer Kroon. Onderzoekers citeren uit het gespreksverslag van Moos:

"Mevrouw Moos is op 13 juli 2009 naar de heer Den Drijver gegaan, de heer Kroon zat in diens kamer. Ze heeft de heer Den Drijver gewezen op de risico's van de antwoorden. Hij liet weten te zullen doorvragen bij de heer Maring. De heer Kroon hield zich stil. Er kwam een tweede brief van Avalon waarin een kleine wijziging ten opzichte van de eerste brief was

²⁵⁴

Gespreksverslag Moos, p.6.

doorgevoerd. Het betrof de betaling van een derde tranche. Mevrouw Moos heeft in de ochtend van 14 juli verder vragen gesteld aan de heer Maring. Ze vond de communicatie met hen onplezierig en dus niet effectief. Op 14 juli 2009 heeft mevrouw Moos de heer Zwart gebeld om een afspraak te maken over de cash positie in combinatie met alle lopende onderzoeken. Dit stond in principe los van de Avalon problematiek. Op 14 juli heeft ze de heer Kroon nog wel gesproken. De heer Kroon verklaarde het een en ander, waaronder dat hij zijn belang gemeld had bij de heer Van Zaal. De rest van dit gesprek is terug te vinden in de (context en toelichting op de) verklaring die mevrouw Moos heeft afgelegd aan de AFM. Op 15 juli 2009 heeft ze met Zwart gesproken en hem gealarmeerd over in eerste instantie de cash positie maar aansluitend ook over de potentiële belangenverstrengeling bij Avalon en enkele onkostendeclaraties.²⁵⁵

564. In de verklaring van Moos aan curatoren is te lezen dat Kroon boos op Moos was dat ze zijn woorden over Avalon in twijfel trok. Hij gaf haar vervolgens de betrokkenheid aan van zijn vrouw en zichzelf als bestuurders bij de Stichting Ronde Venen, hetgeen nieuws voor Moos was. Na overleg met Van der Linden en met medeweten van Den Drijver sprak Moos met Zwart in het Hilton hotel. Ze vertelde hem haar zorgen naar de hoogste autoriteit binnen VDM te willen escaleren, zijnde zorgen over 1) de cash positie, 2) Avalon, en (3) enkele facturen van DIMP (betreffende de onderhuur op Schiphol, zie nrs. 238 e.v.), business events (Maurice Kroon en zijn bedrijf Kroon & Co met ontbrekende KvK en BTW nummers): "*Hans Kroon zit er achter aan dat deze facturen snel worden betaald. Dat geldt ook voor zijn eigen facturen*".²⁵⁶

565. Over deze facturen zegt Moos in haar verklaring aan AFM het volgende:

"De facturen van Hans Kroon zijn hoog te noemen, evenals zijn declaraties. Hij krijgt rond de € 30.000 - € 40.000 per maand, tot 7 mei 2009. Deze bedragen zijn hoger dan de CEO zelf verdient, omdat van het loon van de CEO nog loonbelasting gaat, terwijl VDM de BTW over de facturen van Kroon moet betalen. De bonus over 2008 voor Kroon bedroeg € 400.000,- bovenop de reguliere declaraties. De CEO heeft afgezien van zijn bonus, wegens de slechte resultaten, terwijl de bonus aan Kroon als succesfee werd gepresenteerd in verband met zijn adviesdiensten. Dit stond in de brief van Den Drijver aan Kroon in verband met diens bonus.

Er is ook een factuur die eerst binnenkwam via DMP Solutions voor een bedrag van € 20.000 ex BTW voor de werkzaamheden van Alexander van der Laan voor IT-adviezen. Deze factuur is niet betaald. Daarna kwam er nog een factuur van Kroon en co voor dezelfde werkzaamheden door Alexander van der Laan. Deze nota was eerst waarschijnlijk € 70.000, maar is na een gesprek tussen Den Drijver en Maurice Kroon verlaagd tot € 20.000. Ik heb recentelijk nog een creditnota (hiermee bedoel ik dat ik niet akkoord ga met de factuur) gestuurd naar DMP.

Er is een factuur van € 68.000 voor de voorbereiding van de business events in Madrid, de start Tour de France in Monaco en de Grand Prix in Monaco. Het business event Tour de France ging niet door. Richard heeft aangegeven deze facturen te crediteren, mij is niet bekend hoe hij dat zal betalen.

Er werd een kantoorruimte in Monaco gehuurd voor ongeveer € 131.000 van een persoon of rechtspersoon met een naam die ik nu niet kan reproduceren, maar die in de administratie van VDM terug is te vinden. Ik heb daarvoor geen origineel contract gezien, maar een fax via Lenny van der Ham en een telefonische opdracht van Den Drijver. Ik vond de documentatie voor de betaling onvoldoende en heb Den Drijver hierop per mail gewezen.

²⁵⁵ Gespreksverslag Moos, p.8.

²⁵⁶ Verklaring Moos bij AFM 15 juli 2009.

Den Drijver zou de start van dit kantoor zo snel mogelijk terugdraaien. Dit speelde na 25 juni, maar voor 3 juli. Den Drijver heeft gezegd deze kostenpost zo snel mogelijk te regelen, in de zin van terugdraaien. Dit is via mailwisseling met Lenny van der Ham besproken.

Er is een betaling op een factuur voor ongeveer € 60.000 voor computers, die betaald zijn via Amerika. Deze zouden zijn geleverd via Engeland. Ik moest deze factuur autoriseren en ik en Frank van der Linden hebben Den Drijver verscheidene malen aangesproken op de onderbouwing. Den Drijver heeft aangegeven dit te gaan regelen.

Ik vind deze posten opmerkelijk, omdat normaal privé-uitgaven van Den Drijver via de creditcard van VDM worden verrekend worden met het salaris van Den Drijver. Deze kosten echter gaan via facturen, waarvan in ieder geval de computers zullen worden uiteindelijk verrekend met het salaris van Den Drijver. Dit is eigenlijk iets van de laatste maanden en ik zie een verandering in de zakelijke normen die binnen VDM worden gehanteerd. Ik wilde dit telkens bespreken met Den Drijver, maar dat ging niet vanwege de drukte en de aanwezigheid van Kroon bij alle gesprekken.

Ik heb geen wetenschap over de vraag wie de eigenaar is van het gehuurde pand in Monaco."

566. Zwart verklaarde onderzoekers dat hij na het gesprek met Moos haar onmiddellijk mee naar de AFM heeft genomen waar zij de hierboven genoemde verklaring aflegde. Vervolgens heeft hij geprobeerd contact op te nemen met Den Drijver. Op 16 juli om 8.44 uur mailt Zwart Den Drijver dat de heer Maatman van de AFM hem zojuist heeft gebeld met de mededeling dat ze al vanaf "gisteravond contact met je [proberen] te krijgen. De AFM wenst voor 9.00 uur een persbericht. Bij geen reactie lopen we het risico dat er vandaag geen notering in het aandeel VDM is. Dit is buitengewoon bedreigend voor VDM. Wil je omgaand contact opnemen met de AFM en de RvC informeren over de casus". Het antwoord van Van der Ham (!) is dat Richard in de auto zit en op weg is en dat met Maatman is afgesproken dat Richard circa 12.00 uur op het kantoor komt bij de AFM. Mocht de AFM alsnog dit te laat vinden dan bellen ze. De AFM heeft die ochtend de handel in het aandeel VDM stilgelegd.
567. McNally is op de 15e door Paardekooper geïnformeerd dat er een "whistleblower" was en dat er een RvC vergadering moest plaatsvinden. Den Drijver werd die avond door Paardekooper geïnformeerd dat men op de 16e een buitengewone RvC wilde, dus met een kortere oproeptermijn dan de vereiste 24 uur, waarmee Den Drijver in eerste instantie akkoord ging. McNally kwam daarop bij Paardekooper terug dat hij, gebaseerd op de praktijk in de UK, een gewone RvC wilde, maar dat wilde Paardekooper niet omdat ze dan de bestuurder niet zouden kunnen schorsen.²⁵⁷ De insteek van Zwart en Paardekooper was om de CEO tijdens de vergadering te schorsen en de RvC tijdelijk de taken van de RvB te laten overnemen.²⁵⁸ Dat staat ook vermeld op de agenda voor de vergadering, waar Zwart de schorsing toelicht met verwijzing naar verschillen van inzicht tussen de RvC en de eenhoofdige RvB, de melding van 13 juli van E&Y ex artikel 4:27 lid 1 Wft, de melding van zorg van Moos, de integriteits issues rond Kroon en Avalon en het niet meedelen door het bestuur van de liquiditeits problemen in de audit committee vergadering van 25 juni 2009.
568. Den Drijver was bij de vergadering vergezeld door 3 advocaten. Tijdens één van de schorsingen sprak Den Drijver met Zwart onder vier ogen en zei dat hij niet geschorst wilde worden maar wel een adviseur overeenkomst wilde in ruil voor zijn vrijwillig vertrek als CEO. Afgesproken werd dat hij EUR 447.000 per jaar zou krijgen of zoveel minder als het salaris van de te zoeken CEO zou zijn. Er werd geen décharge verleend, maar die zou wel voor de komende AVA geagendeerd worden.²⁵⁹

²⁵⁷ Gespreksverslag Paardekooper, p.7.

²⁵⁸ Gespreksverslag Zwart, p. 7.

²⁵⁹ Gespreksverslag Zwart, p. 7.

Uit de curatoren verslagen blijkt dat deze adviseurvergoeding niet is betaald en dat Den Drijver dit bedrag van de boedel claimt. Zwart vertelde onderzoekers dat hij overlegd had met AFM/DNB over de schorsing en dat hij toen heeft gevraagd of de toezichthouders de gedachte steunden dat de commissarissen tijdelijk als bestuurder in de ontstane vacature zouden voorzien en dat het commentaar daarop was dat de toezichthouders daar meer van verwachtten dan van de benoeming van een stille curator. Dat laatste is een verwijzing naar de mogelijkheid die AFM en DNB op basis van de Wft hebben om bij vergunninghoudende ondernemingen "*organen of vertegenwoordigers*" onder stille curatele te plaatsen en een curator aan te wijzen.

In de door partijen getekende advies overeenkomst gedateerd 16 juli 2009 is te lezen dat het adviseurschap 12 maanden zal bedragen, dat de arbeidsovereenkomst met Den Drijver ontbonden is, en dat hij geen bonus zal ontvangen.

Na afloop van de vergadering is door Pronk, Van der Linden en Moos een persbericht opgesteld dat door Zwart is afgestemd met de heer Maatman van de AFM.

McNally bedankt zijn mede-commissarissen met een mail van maandag 20 juli waarin hij ze bedankt voor de vergadering van de 16e juli: "*I had a drink and a conversation with Richard afterwards and he feels the right solution was found*".

569. Op 17 juli mailt Kroon aan Van der Ham een verklaring gedateerd 15 juli 2009 en gericht aan Den Drijver met als tekst:

"Beste Richard,

Hierbij bevestig ik jou dat ik mijn aanvraag tot aantreden als statutair directeur bij de AFM intrek. Tevens heb ik besloten om geen adviseur meer van van der Molen te zijn. Bedankt voor de samenwerking."

In een artikel in het FD van 17 juli 2009 waarin melding wordt gemaakt van de stillegging van de handel op de 16e juli wordt verwezen naar de bekendmaking van die dag dat Kroon niet terugkeert in de directie van Van der Moolen. Telefonisch vanuit Monaco reageert Kroon op de vraag waarom hij 3 maanden na aankondiging van zijn rentree alsnog bedankt met een verwijzing naar de werkdruk: "*Die heb ik niet goed ingeschat. Als statutair directeur moet je 24 uur per dag beschikbaar zijn. Dat is met te veel. Ik ben nu ook al vijf à zes dagen per week met Van der Moolen bezig*" aldus de 66-jarige Kroon die "*naar eigen zeggen wel betrokken [blijft] als adviseur*".

VDM heeft bij monde van het tijdelijke bestuur op 17 juli op deze verklaring gereageerd en alle lopende overeenkomsten met Kroon beëindigd daarbij een aanspraak van Kroon op een beëindigingvergoeding negerend.²⁶⁰

570. Paardekooper beschreef de situatie aan onderzoekers als lastig.

"Er waren 54 vennootschappen met garanties en afspraken over en weer, handelaren die alleen maar bezig waren met de vraag of ze hun bonus nog zouden krijgen omdat de heer Den Drijver weg was, overal lagen side letters en afspraken, er waren 2,8 miljoen optieposities, een haircut van 180 miljoen euro waarvan ook risk management niet precies kon zeggen hoe het zat, mensen liepen de kamers van het tijdelijk bestuur in om hun verhaal te doen, het was een chaos. In die tijd had ook de toezichthouder bijzondere aandacht voor VDM. De heren Zwart en Paardekooper zijn na 16 juli 2009 binnen drie dagen geaccrediteerd door de AFM. Het plan

²⁶⁰

Gespreksverslag Zwart, p. 7.

was om het bijna afgeronde onderzoek van Kruger & Partners af te wachten en een profiel voor een CEO en CFO op te stellen."²⁶¹

571. Onmiddellijk op 17 juli is K&P met E&Y en met hulp van DNB en Kempen aan de slag gegaan om de liquiditeitspositie verder duidelijk te krijgen en wat de alternatieven zouden zijn om te overleven. Den Drijver's positie zoals die blijkt uit zijn verklaring van 16 juli 2009 aan de AFM is als volgt:

"Cash en liquiditeitspositie

1. Wat kunt u opmerken over de cash (en liquiditeitspositie)?

In het overzicht van de kredietaanvraag aan KBC zijn de vooruitzichten positief. De voorwaarden voor verlenging lopen, de gesprekken waren positief. Ik kan nu geen status geven, we zitten nu middenin het proces. Voor het einde van de maand zal er informatie zijn en ik loop mee met het onderzoek dat nu loopt. Op welke manier bent u geïnformeerd. We zitten met Basel II en impairment met de accountant en daar zijn we nu mee bezig. Ik heb daar nu nog geen beeld van. Het wordt op dit moment onderzocht.

a. Wie heeft u hierover geïnformeerd?

Wij hebben gecommuniceerd met KBC Bank middels de brief bij de kredietaanvraag. Peter Zwart heeft gekeken naar en invloed gehad op de inhoud van de brief met kredietaanvraag aan KBC Bank. Hij is van de situatie op de hoogte. Door E&Y ben ik niet geïnformeerd over de loop van het onderzoek. Bij monde van George des Maries heb ik gehoord dat er een stugge relatie is tussen Peter Zwart en E&Y. Hij heeft mij vanochtend de brief van E&Y laten zien die verstuurd is aan de AFM. Ik heb de brief bij me, ik heb hem niet gelezen. Hij heeft met niet verteld over de tweede paragraaf uit deze brief.

De brief wordt doorgelopen door JK met Den Drijver. Het onderzoek van de belastingdienst loopt tot 16 juli, nu E&Y en Kruger en partners, AFM en we zitten midden in een verhuizing, het legt de onderneming stil.

a1. Het gaat om de continuïteitswaarschuwing van de accountant. Wat vindt u daar nu van?

Ik vermoed dat waar hij naar kijkt de overload is aan onderzoeken en dossier. Tegen die achtergrond met de situatie waarbij er een nieuwe RvC zit, en er wordt gewezen op een ongelukkige samenwerking tussen RvC en de audit. Den Drijver werkt op alle manieren mee. De analyses daar kijkt de RvC naar.

I zie dat een RvC, Peter Zwart die nieuw is en met dit dossier in zijn maag zit en op deze manier heeft gecommuniceerd.

b. Heeft de Group President Finance u geïnformeerd over de cash positie?

Ik verwacht volgende week uitspraak van KBC Bank en dat ziet er positief uit. Ik word regelmatig geïnformeerd door de Group President Finance.

Na een korte schorsing.

Het is niet aan DNB om te bepalen of deze vragen privé zijn of de vennootschap betreffen. Dat is aan de heer Van Eersel en de heer Den Drijver.

c. Wat is uw reactie op het feit dat de Group President Finance u geadviseerd heeft om de RvC te informeren over de cash positie?

Audit Committee met de accountant. De Audit RvC op 25 juni daar wat iedereen aanwezig daar bespreken we alle balansposten. De sterkte zwakte analyse is daar besproken. Het is van belang dat we het krediet van KBC Bank krijgen. Openheid geven van mijzelf vanuit Financiën en gevraagd aan Linda Moos om contact op te nemen met de RvC en te

²⁶¹

Gespreksverslag Paardekooper, p.8.

communiceren met Peter Zwart. Punt twee de Basel II analyse en sterkte zwakte analyse en de problemen wanneer we het krediet van KBC niet krijgen. De RvC is geïnformeerd over de aanvraag en over de uitkomsten. Ik verwijs ook naar de overzichten van de kredietaanvraag dat daar ook de cashpositie uit op te maken valt. En Peter Zwart weet dit nog beter dan ik vanuit zijn achtergrond.

d. Welke consequenties trekt u uit het bovenstaande?

Ik verwacht deze week dan wel einde van de maand een akkoord van KBC Bank, alleen nu de handel dicht ligt, weet ik dat niet. In de laatste presentaties aan KBC Bank, daar zie ik nu niet dat ik daar andere consequenties aan moet verbinden.

Er zijn nog meerdere ijzers in het vuur en deze informatie ontvang ik van Finance en de belastingvordering is gehonoreerd volgens mijn laatste informatie."

5.6 Naar surséance en faillissement

(a) Periode tot aan surséance 7 augustus 2009

572. De tijdelijke bestuurders, te weten Zwart en Paardekooper (onderzoekers komen in 5.6 sub (c) terug op McNally), namen na 16 juli snel actie. Hoewel Paardekooper al direct op 17 juli een sms van een gerenommeerde partij ("A") ontving over overname van de aandelen²⁶² wilde Zwart eerst kijken hoe het met de liquiditeit gesteld was. Daartoe "debrieft" hij Den Drijver op de 21e juli per telefoon. Blijkens een notitie van Zwart van die dag aan Moos, Van der Ham, Van der Linden, Pronk en Paardekooper zijn diens suggesties:

"Richard deed nog de volgende suggesties:

- Afkomen Merrill Lynch ad. EUR 1,8 mio;*
- Overleg met KBC of de EUR 10 mio depot niet terug kan naar EUR 7 mio;*
- Bevoorschotting van het Amerikaanse pakket, vooruitlopend op de verkoop;*
- Sluiting van brokerage in de VS;*
- Versneld indien aangifte: dit ca. EUR 5 mio terug te vorderen Vennootschapsbelasting opleveren;*
- Hij vroeg zich af of we al invulling geven aan de afspraak om de crediteurentermijn op te rekken.*

Desgewenst is Richard volgende week beschikbaar om mee te praten met KBC."

Moos reageert daarop met: *"Dit zijn geen nieuwe suggesties van Richard, eerder open deuren, die allemaal al ruim eerder op zijn verzoek zijn onderzocht. Echter voorstel om brokerage VS te sluiten bevreedt mij, zeker omdat deze business unit winstgevend is."*

573. Rond 22 juli werd duidelijk dat er snel liquiditeit moest komen, waarbij Kempen ook een analyse van de KBC relatie maakt en concludeert dat behoud van de faciliteit essentieel is. Dit wordt bevestigd door Kempen in hun voortgangsrapportage in "Project Kingfisher" over de week 24 juli – 1 augustus:

"Vrijdag 24 juli 2009

Gebeurtenissen

- Begin middag kick-off sessie project Kingfisher met de teams van Duck [VDM, onderzoekers] en Kempen*
- Verkennen algehele situatie Duck*
- Inventariseren opties in het kader van lopende discussie met Goose [partij A, onderzoekers]*

²⁶²

Gespreksverslag Zwart, p. 7.

Conclusies en vervolgstappen

- *Duck heeft op korte termijn een liquiditeitsinjectie nodig om voortbestaan te kunnen waarborgen*
- *Verkopen van activa is noodzakelijk het meest praktisch lijken verkoop van entiteiten in VS en de verwachte vordering op de Duitse, Zwitserse en Nederlandse fiscus. Beide constructies zijn ingewikkeld, nader advies inwinnen is noodzakelijk*
- *Alternatieve scenario's voor liquiditeitsinjectie Duck nader te onderzoeken*
- *Besloten is om Goose ruimte te geven om transactie te verkennen"*

Onderzoekers geven deze passage weer omdat Kempen vanaf die dag tot aan augustus gedetailleerd blijft rapporteren. Aanvankelijk werd gedacht dat het het meest praktisch zou zijn om de entiteiten in de VS en de vorderingen op de Nederlandse, Duitse en Zwitserse fiscus te verkopen. Uit een op 31 juli samengestelde liquiditeitsprognose blijkt dat er slechts tot begin/medio september liquiditeit is.

574. Zo wordt duidelijk dat (i) ook GSFS partij is om onderdelen over te nemen (maar geen liquide middelen heeft), (ii) DNB en AFM aangeven geen bezwaar te hebben tegen een transactie met A, die vervolgens zegt meer tijd nodig te hebben en een surséance suggereert, (iii) dat er liquiditeit is tot begin/medio september (maar dat na aftrek van een minimum cash positie van EUR 600k in de 4e week van september wel een kas tekort ontstaat) en (iv) dat K&P via een concept memo op 1 augustus aangeeft dat VDM *"zelfstandig niet langer levensvatbaar is vanwege (i) gebrek aan 1e en 2e laag management kwaliteit, (ii) gebrek aan voldoende gekwalificeerde en gemotiveerde traders, (iii) onvoldoende handelskapitaal en (iv) achterhaalde IT systemen"*.

Vervolgens wordt tussen Kempen, Spigthoff en VDM (Zwart, Paardekooper, Bas Groot) overwogen dat

- kapitaal injectie/claim emissie
- openbaar bod of beslag
- andere dan genoemde strategische kopers

mogelijke maar moeilijke opties zijn, maar dat voor alle opties van belang is dat er een business case is en voldoende tijd:

"Aan geen van beide voorwaarden kan voldaan worden. Tevens is men van oordeel dat het niet zinvol is nog andere dan eerder genoemde strategische kopers te benaderen. De reden hiervoor is gelegen in de verwachting dat dit een averechts effect kan hebben – een verkoop kan besmet raken door ermee te leuren. Daarnaast zou een strategische koper naar alle waarschijnlijkheid enkel interesse hebben in bepaalde personen of activa (claims) in plaats van in de onderneming, omdat alle bekende potentiële kopers reeds hun eigen infrastructuur, IT en back-office hebben.

De optie om onderdelen te verkopen en met de opbrengst het resterende deel van Duck overeind te houden wordt afgewezen vanwege de onder Bespreking Duck II vermelde verwevenheid en de eerder bestudeerde transactiemogelijkheden met GSFS en Goose.

Ten slotte wordt met Spigthoff een indicatief stappenplan voor aanvraag van surseance besproken. 10 augustus is de streefdatum voor indienen van de aanvraag en uitgeven van een persbericht waarin ook een BAVA wordt aangekondigd. Gelijktijdig wordt gekeken naar verhaalsmogelijkheden bij voormalige directie/werknemers van Duck vanwege wanprestatie/onrechtmatige daad.

Conclusies en vervolgstappen

- *Spigthoff en Duck maken een stappenplan voor aanvraag surseance, inclusief tijdspad*
- *Kruger & Partners finaliseren hun rapportage naar aanleiding van discussies van 1 augustus 2009*

- *Kempen zal bevestigen dat zij geen ruimte ziet voor alternatieve strategische scenario's (deze bevestiging is in dit verslag gevat)"*

575. Daarbij speelt een rol dat de "problemen met GSFS" dienen te worden opgelost in elk van die scenario's. Ook die situatie analyseerde Kempen op 28 juli, waarbij ook mede een surséance scenario in aanmerking is genomen. Bij 100% ontvangst van tax claims is na aftrek van het winstaandeel voor GSFS ongeveer nog EUR 20 miljoen te ontvangen door VDM (waarbij het opvalt dat GSFS al voor-ontvangsten heeft terwijl VDM alleen maar kosten vooruit heeft), terwijl bij 0% ontvangst een negatief bedrag overblijft. De insteek voor gesprekken met GSFS is dan ook in de eerste plaats gericht op verkoop van de activa (belastingvorderingen) aan GSFS en pas in de tweede plaats op een aankoop van de rechten van GSFS door derden.
576. Ondertussen was het de tijdelijke bestuurders op 24 juli pas duidelijk geworden dat de aangifte voor Duitsland nog niet was gedaan bij gebrek aan vouchers. (De betreffende vouchers, die voor VDM verkregen dienden te worden, zijn op 13 juli 2009 ontvangen en de aangifte is op 28 mei 2009 gedaan.) Tevens werd rond die tijd duidelijk dat partij A niet meer geïnteresseerd was het hele bedrijf VDM te kopen maar wel de "fiscale claims".
577. Nog iets wat in de "boedel" gevonden werd rond deze tijd betrof de samenwerking tussen SYCAP Group AB (een vennootschap van John Rowe, zie nrs. 158 e.v.) en Curvalue Beheer B.V. in VDM Global Markets Limited (de "spread betting" joint venture). Sycap had software ontwikkeld die ingevolge een software license overeenkomst van 1 januari 2009 aan VDM Global Markets werd ge-"licensed" tegen een fee en waarop onderhoud werd verricht voor EUR 39,550 per maand. Bovendien stond VDM garant voor Sycap bij de huur van hardware van Dell. Op 3 augustus diende Sycap een notice of default in.
578. Onderzoekers hebben een juridische analyse gezien van 't Hart van Spigthoff van 1 augustus 2009 met aandachtspunten voor het bestuur bij het nemen van verdere stappen, een advies van De Kluiver van DBBW van 6 augustus 2009 over welke stappen de RvC moet nemen "*ahead of filing for a suspension of payments* (surséance van betaling) *in view of protecting the best interests of the company and all of its stakeholders*" en een advies van E&Y van 7 augustus 2009 waarin de "*short list aandachtspunten*" van Spigthoff wordt geanalyseerd. E&Y wijzen op het domino-effect van surséance ("*very likely*" gevolgd door faillissement) en menen dat een surséance beslissing met name gerechtvaardigd wordt door de cashflow projecties. E&Y bevelen aan om te overleggen met AFM en DNB en de afspraken die daaruit voortkomen vast te leggen. Zij geven daarbij ook aan dat in die context door de toezichthouders een stille curator zou kunnen worden aangesteld. Zwart vertelde dat een keuze voor surséance mede werd ingegeven door het feit dat in dat geval lidmaatschappen van beurzen niet zouden vervallen zoals bij faillissement en ook dat surséance geen automatische default situaties met zich meebracht.
579. Notulen van de audit committee van 7 augustus hebben een zekere mate van disculpatie aan de kant van E&Y over de liquiditeitsprognose van Kempen, op basis waarvan management een surséance wil aanvragen ("*Mr De Meris states that he is not informed so he does not know what the consideration regarding the request for suspension of payment were. EY has never been engaged to make an assessment on the semi annual figures of the company*"). Tevens wordt duidelijk genotuleerd dat Vogel geïnteresseerd is om delen van VDM te kopen en dat hij daarvoor bepaalde stukken heeft geproduceerd waaronder een settlement agreement. Voorts is er een document dat door Egbert Pronk getekend zou zijn en waardoor een bedrag van EUR 2.3 miljoen dat VDM tegoed heeft van GSFS "*is set off*". Pronk zegt dat Den Drijver dit document ook had moeten tekenen omdat hij het slechts tekende voor de vaststelling van de boekhoudkundige winsten. VDM en later de curatoren hebben steeds betwist dat dit compensatie was.

De brief van E&Y aan DNB van 30 juli 2009 werd verzonden zonder overleg met Zwart en Paardekooper, zij het na aankondiging vooraf aan Zwart.

580. Zoals blijkt uit de notulen van de RvC van diezelfde 7 augustus hebben Zwart en Paardekooper die dag een oriënterend gesprek met de FIOD en het OM "*omdat zij wilden onderzoeken of er strafbare feiten waren begaan waarvan VDM aangifte zou moeten doen*".²⁶³ Het FIOD/OM zijn nooit op het gesprek terug gekomen. Het besluit van de directie tot het aanvragen van surséance van betaling wordt besproken en goedgekeurd. Vervolgens is er telefonisch overleg op de dag tussen Zwart/Paardekooper/McNally en 5 heren van AFM/DNB waarin de heren werden bijgepraat over het voornemen om op 10 augustus surséance aan te vragen. Er wordt gezegd dat Euronext de handel niet zal stil leggen en dat in het persbericht dat uit zal gaan de halfjaar cijfers zullen worden opgenomen. AFM/DNB vragen en krijgen toegezegd de zending van de verschillende stukken. Ook wordt door Zwart opgemerkt dat hij heeft gebeld met KBC en dat de gesprekken met hen zullen worden voortgezet.

(b) Periode tot aan Faillissement

581. Surséance was aangevraagd om strategische mogelijkheden verder te onderzoeken, aandeelhouders en het belegend publiek beter te informeren en voor verder overleg met de toezichthouders. Als onderdeel van het Kingfisher project werkte Kempen aan een Assessment Business Cases. Op 10 augustus 2009 werd dit document²⁶⁴ opgeleverd met een vijftal business cases voor (i) Cologne & Zug, (ii) Aespen, (iii) Institutional Brokage, (iv) Algo Trading en (v) Curvalue II&III. Voor al deze business cases, met uitzondering van Algo Trading, wordt onder geëxpliciteerde veronderstellingen een rendabel perspectief geschilderd. Algo Trading echter heeft geen zelfstandig bestaansrecht. Er zijn drie werknemers/developers en de trading desk is nog in "*development*". De investering wordt geschat op EUR 0,2 mio. Deze informatie wordt een deel van de data room die wordt ingericht door VDM met hulp van Kempen ingevolge een Nader Plan van Aanpak van Kempen gedateerd 12 augustus 2009, waarin een project structuur voor mogelijke transacties wordt ontvouwd.

Vooruitlopend op de opening van de data room werd door Kempen de relatie met KBC en GSFS in beeld gebracht en geanalyseerd. Na een eerste gesprek met Vogel en het Bestuur treedt Kempen als gesprekspartner op in de relatie met GSFS. Gelet op de PSA en de mogelijke vorderingen op de fiscus van Duitsland, Zwitserland en Nederland ligt een belangrijke sleutel voor een theoretische oplossing bij GSFS.

De data room is op 10 augustus 2009 of kort daarna gereed en belangstellenden konden na ondertekening van een geheimhoudingsovereenkomst toegang krijgen om hun belangstelling te concretiseren. Kempen hield een "*Logboek bij van potentiële kopers*" van assets, delen van VDM of het gehele bedrijf. Zwart maakte melding van circa 61 geïnteresseerde partijen, waaronder veel gelukszoekers. Hij heeft met wel 35 partijen gesproken.²⁶⁵ Onderzoekers hebben vastgesteld dat er zeker 28 relevante contacten door Kempen zijn onderhouden (besprekingen, bezoek data room etc.) Er zijn 5 biedingen ontvangen. Bij een aantal van deze contacten zijn medewerkers van VDM en het tijdelijke bestuur betrokken voor additionele informatie of toelichting op vragen van belangstellenden. Voor specifieke issues zijn er tussen enkele belangstellenden en DNB informatieve contacten gelegd door bemiddeling van Kempen. Onder de belangstellenden hebben onderzoekers zowel Nederlandse als buitenlandse effectenhuizen aangetroffen en een ruim aantal (ex)medewerkers van VDM. Kempen heeft geen belangstelling kunnen genereren bij (min of meer) bekende private equity partijen.

²⁶³ Gespreksverslag Zwart, P. 8.

²⁶⁴ Kingfisher Voortgangsrapportage 24 juli 2009 – 1 augustus 2009.

²⁶⁵ Gespreksverslag Zwart, p.7 en 8.

582. Er zijn regelmatige memo's van Zwart aan de bewindvoerder ter vastlegging van gemaakte afspraken en genomen beslissingen. Zo is in het verslag van 14 augustus te lezen dat door grootaandeelhouder ASR steun aan is geboden en dat *"Den Drijver Foundation zijn belang heeft verkocht"*. Verder is te lezen:

"Op 10 augustus 2009 heeft een gesprek plaatsgevonden met KBC Clearing. Men heeft zich buitengewoon redelijk opgesteld. Er zijn werkafspraken gemaakt. De lijnen blijven genuanceerd open. De risico's worden omlaag gemanaged. ... Op 10 augustus 2009 heeft KBC een schrijven uitgedaan met als onderwerp Official Notice of Event of Default. Op maandag 17 augustus bezoekt een delegatie van KBC Bank Van der Moolen."

In het verslag van 19 augustus is te lezen:

"De fiscus is in voor een totale schikking. Wij zullen uiterlijk 25 augustus a.s. de concept aangifte 2008 indienen. ... Aan het eind van augustus is men beschikbaar om zaken te doen over 2008 en voorgaande jaren."

*De volgende opzeggingsbrieven van Merrill Lynch zijn per fax ontvangen;
VDM Effecten specialist B.V. (per 24 augustus 2009);
Gekko Global Markets Ltd. (...immediately);
Curvalue II B.V. (...immediately);
Curvalue III B.V. (... per 24 augustus 2009);
VDM Capital Markets LLC (per 31 augustus 2009);
VDM Derivatives Ltd (...immediately)."*

In dit verslag wordt ook melding gedaan van het bezoek op 17 augustus van KBC, die verdere informatie had gekregen. KBC bleef maatregelen opleggen die risico's en limieten omlaag zouden moeten managen (brieven van 10, 14 en 17 augustus). Volgens Zwart zijn met behulp van loyaal gebleven handelaren posities afgebouwd totdat ze in "hapklare brokken" konden worden verkocht, soms aan een groep van ex-medewerkers van VDM (zoals Alphabay). *"Het heeft KBC op de clearing geen geld gekost."*²⁶⁶

583. De 4.514.172 VDM aandelen die ingekocht waren in het kader van het tweede inkoop programma in 2008 zijn ingekocht door een dochter van VDM waar ze ook op een rekening stonden en dus betrokken waren bij de berekening van de net liq. KBC had geen zekerheden bij VDM Holding maar wel een pandrecht bij deze dochter. Op 17 augustus 2009 kondigde KBC aan deze aandelen te gaan verkopen. Het tijdelijk bestuur maakt bezwaar en vond dat dit naar handel met voorwetenschap neigde in verband met het naderende faillissement. Het kon KBC echter niet afhouden van haar voornemen. Op 19 augustus 2009 ging een persbericht uit van VDM met als boodschap:

"Sale of shares repurchase program"

KBC has decided and informed Van der Moolen to exercise her right of pledge on 4,514,172 common shares. The exercise implies that KBC will sell these shares. As a result, the amount of tradable shares increases approximately 10%."

Deze aandelen zijn uiteindelijk op 20 augustus verkocht.²⁶⁷

584. Kempen houdt bijna dagelijks een logboek bij met potentiële kopers met per geïnteresseerde de acties en stand van zaken. Veel vielen er af, sommigen kochten onder de marktwaaarde, gebruikmakend van de omstandigheden. Zo ook de heer Rowe, de joint venture partner in Gekko (voorheen VDM Global Markets Ltd.). Gekko maakte veel kosten terwijl de handelaren er weg

²⁶⁶ Gespreksverslag Zwart, p. 8.
²⁶⁷ Gespreksverslag Paardekooper.

waren gegaan. Begin augustus kwam Rowe langs met een laag bod. Uiteindelijk hebben bewindvoerders daar mee ingestemd. Achteraf hoorde Paardekooper dat Gekko voor EUR 25 miljoen aan Barclays zou zijn verkocht, maar bevestiging daarvoor heeft hij niet gekregen.²⁶⁸

585. De bestaande overeenkomsten hielpen veelal niet in dit opzicht. Zo stond in de Gekko JV overeenkomst dat in geval van default Rowe de deelneming voor EUR 1 mocht kopen. Ook de aandelen in de beurs van Chicago bleken niet verkocht te kunnen worden omdat ze samen gehouden werden met oud-handelaren van VDM Specialists, die met de verkoop zouden moeten instemmen.
586. Speciale aandacht is gerechtvaardigd voor de aanpak van de dividendarbitrage vorderingen. Vanaf 25 juli 2009 werd duidelijk dat de verzilvering van de claims uit hoofde van dividendarbitrage mogelijkwerwijze de crisis zou kunnen oplossen, althans dat daarmee tijd gekocht kon worden om andere oplossingen een kans te geven. De verkoop van deze vorderingen is dan ook van meet af aan aandachtspunt in de contacten met partij A en met GSFS. Daarbij speelt vanzelfsprekend de kans van slagen om deze claims te verzilveren bij de waardering een rol maar ook de contractuele verwevenheid tussen VDM en GSFS uit hoofde van de PSA waardoor mogelijkwerwijze claims van GSFS kunnen voortvloeien bij verkoop van deze assets aan derden.
587. Kempen registreert in haar logboek tussen 28 juli 2009 en 22 augustus 2009 een negental contacten met GSFS. In het begin lijkt het erop dat GSFS interesse heeft voor een transactie. Dan blijkt gebrek aan liquiditeit een hinderpaal te zijn. Ook een overname van Curvalue GMBH wordt overwogen. Om serieus met A over verkoop van de fiscale vorderingen te praten moet, wegens risico's van onrechtmatigheid, overeenstemming bereikt worden met GSFS over de positie van GSFS jegens VDM. Als A zou kopen lijkt er bij GSFS bereidheid om te schikken maar voor hoeveel? Blijft er dan een restvordering achter bij VDM? De gedachte van een bod op het Duitse bedrijf valt weg. Er zou onvoldoende tijd zijn voor een due diligence en er is geen behoefte daarover met DNB in discussie te komen. Op 18 augustus 2009 wordt door GSFS een bod uitgebracht onder een reeks opschortende voorwaarden. Upfront wordt EUR 1.000.000 geboden aangevuld met een earn out van EUR 5.000.000 te storten op een escrow voor drie jaar.
588. Ook met A wordt gesproken over een aparte transactie met betrekking tot de dividend claims. Een overname van (delen van) VDM is al snel niet meer aan de orde. Tussen 14 augustus 2009 en 21 augustus 2009 worden in het logboek 11 contacten geregistreerd tussen Kempen en (adviseurs van) A. Uiteindelijk krijgt de variant met A geen steun van GSFS. Op 4 september 2009 wordt in overleg tussen het tijdelijk bestuur en de bewindvoerders besloten dat de dividend claim door VDM geïncasseerd gaat worden en niet zal worden verkocht. Zwart zei onderzoekers dat men op dat moment geen enkele aanwijzing had van de betreffende belasting autoriteiten dat er bedragen zouden gaan worden uitgekeerd en dat hij pas na het faillissement hoorde dat de Duitse fiscus had uitgekeerd (zie nr. 593).
589. In het verslag van 4 september 2009 van Zwart aan bewindvoerders bevat een overzicht van de stand van zaken:

"Belastingen"

Dinsdag 2 september jl. heeft de afrondende bespreking met de Belastingdienst plaatsgevonden. Van de kant van de belastingdienst waren aanwezig de heren Blommesteijn, Wegter en Bisamber. Van de kant van VDM waren aanwezig: Gelderloos, Moos, Verschuur (KPMG) en Zwart.

Het schikkingsvoorstel was, dat er na verrekening van de het betalen van de loonbelasting t/m augustus 2009, verder niets te betalen of te ontvangen zou zijn.

Dit voorstel is niet geaccepteerd. Op woensdag 2 september 2009 telefonsich een nieuw voorstel ontvangen, inhoudende EUR 800.000,00 terug te ontvangen, waarbij het onduidelijk is gebleven of

²⁶⁸

Gespreksverslag Paardekooper, p. 10.

er nog een verplichting is om nog circa EUR 100.000,00 aan omzetbelasting te betalen of dat dit bedrag hier ook in verrekend zou zijn.

Op donderdag 3 september 2009 de heer Wegter telefonisch bericht dat wij het voorstel accepteren. Hij zal zo spoedig mogelijk zorgen voor een concept Vaststellingsovereenkomst.

KBC

Woensdag 2 september 2009 een delegatie van KBC Bank en KBC Clearing ontvangen. Uitgebreid gesproken over o.a. de mogelijkheid om ES overeind te houden. Dit lijkt niet te realiseren te zijn. KBC Bank begint nu aan te dringen op het eindspel. Men maakt zich geen zorgen dat er een tekort overblijft bij KBC Clearing.

Men begint zich nu zorgen te maken over de boedel waarop KBC Bank een claim heeft. Vrijdag 4 september 2009 vindt een vervolgspraak met KBC Clearing over verzelfstandiging van Aespen. Tevens een conference call met KBC Bank over de voortgang van de besluitvorming.

VDM IB

Op dinsdag 1 september 2009 ten kantore van VDM, in aanwezigheid van Kempen, is door Paardekooper gesproken met Mike Shea.

In principe is overeenstemming bereikt over een MBO. Door Crousens is een concept LOI meegegeven aan Shea. Wij zijn in afwachting van een reactie.

Handelsposities

Donderdag 3 september 2009 een bod ontvangen op alle handelsposities. Rick Smit en Jaap Hartevelde beschikken over voldoende middelen en back-up bij KBC om het bod gestand te kunnen doen. Naast activa en IT-contracten is men bereid ca. 10 medewerkers mee te nemen.

Oud-medewerkers Curvalue

Het bod op de totale handelsposities is veel interessanter dan het bod dat door 8 ex-medewerkers van Curvalue gedaan is op de Euronext posities. De ex-medewerkers hebben het bod nog iets verbeterd, maar doorgerekend valt het bod ca. EUR 600.000,00 lager uit dan het bod op de totale positie.

Donderdag 3 september 2009 aan de ex-medewerkers medegedeeld dat wij geen gebruik zullen maken van het bod, waarna – in goed overleg tussen partijen – is besloten de besprekingen te beëindigen.

Keulen Branche

Donderdag 3 september 2009 uitgebreid overleg gevoerd met J. van Eerden. De medewerkers zijn klaar voor verzelfstandiging. Men heeft niets nodig van VDM Nederland. Men is bereid het huurcontract over te nemen, alsmede de inventaris. Men heeft voldoende private equity gevonden om een doorstart te maken. Voorlopig kan men handelen via de lidmaatschappen van de Duitse beurs. Men is bereid een LOI te tekenen.

Relatie Kempen & Co.

Donderdag 3 september 2009 in aanwezigheid van Gelderloos telefonisch gesproken met H. Peek van Kempen. Afgestemd dat de werkzaamheden van Kempen & Co. zich vanaf vandaag kunnen beperken tot de begeleiding van een aantal zaken betreffende VDM USA.

VDM UK

Pronk heeft op donderdag 3 september 2009 een bezoek gebracht aan Engeland en daar gesproken met de medewerkers. In principe kunnen we a.s. maandag ontslag gaan aanzeggen."

590. Er waren meer tegenvallers: zo bleken potentieel verrekenbare (maar niet in de balans opgenomen) verliezen in Amerika van \$ 200 miljoen, die mogelijk voor EUR 50 miljoen verkocht zouden kunnen

worden geheel niet meer te gelde te kunnen worden gemaakt ingevolge recente jurisprudentie in de VS.²⁶⁹ Ook was er een melding binnengekomen vanuit de Zug branche terzake van onregelmatigheden bij withholding tax aangiftes in Zwitserland. In een verslag van Van Zaal van 21 augustus 2009 is vermeld dat het geen informatie opleverde anders dan al gemeld door KPMG (die adviseerde bij het innen van de belasting claims) met de informatie bekend was en Van Zaal concludeert dat de Zug branche aan de door KPMG genoemde voorwaarden voldeed en dat de aangifte niet in gevaar zou moeten komen omdat de transacties via de markt waren gelopen.

591. De nog niet vertrokken handelaren zijn op verzoek van het tijdelijk bestuur gebleven tot aan het faillissement zonder enige bonusgarantie. Dat heeft geholpen bij het afbouwen en verkopen van posities maar niet bij het verkopen van grotere stukken van het bedrijf omdat de prohibitieve uitstaande bonusaanspraken dan wel gehonoreerd moesten worden. Den Drijver is in die periode uiteindelijk (na een aantal incidenten) de toegang ontzegd tot het gebouw.²⁷⁰
592. Wanneer na een surséance niet snel zicht komt op structurele maatregelen als kapitaalinjecties of verkoop van divisies is faillissement bijna een onvermijdelijke consequentie. Zo ook in dit geval: kapitaalmarkt transacties werden door adviseurs als Kempen niet reëel geacht, eind augustus werd duidelijk dat KBC het krediet niet zal verlengen laat staan verhogen, de zo essentiële transactie met GSFS komt niet tot stand op voorwaarden die voor bewindvoerders acceptabel waren (terecht, zo blijkt later) en andere wezenlijke kopers waren afgehaakt. In overleg tussen bewindvoerders en toezichthouders werd op 9 september 2009 aan het eind van de dag besloten om het faillissement aan te vragen, hetgeen op 10 september 2009 door de Rechtbank Amsterdam is uitgesproken.]
593. Ironisch genoeg kwam er bij Curvalue Duitsland op 17 september een bericht van het Finanzamt Frankfurt am Main binnen gedateerd 16 september 2009, waaruit bleek dat de terug te betalen belasting was vastgesteld op een bedrag van EUR 32.825.619 met voorbehoud van "*Nachprüfung*". Dat was aanmerkelijk meer dan het bedrag dat de geïnteresseerden hadden geboden voor de vordering, hetgeen de juistheid van het op 4 september door bewindvoerders en tijdelijk bestuurders genomen besluit om niet aan GSFS te verkopen ondersteunt. Onderzoekers hebben geen tekenen aangetroffen dat bekend was dat een teruggave van deze omvang vastgesteld zou worden door de Duitse fiscus. Voor de goede orde merken zij op dat zij van curatoren hebben begrepen dat de Duitse fiscus op 2 januari 2010 inderdaad een "*Nachprüfungs*" actie heeft ingesteld die ten tijde van het schrijven van dit rapport nog gaande is. De invordering bij de Zwitserse fiscus loopt ook nog, zo begrepen onderzoekers van curatoren.

(c) McNally

594. Onderzoekers achten het opportuun om bij de bespreking van de 6 maanden voorafgaand aan het faillissement van VDM een aantal observaties te wijden aan McNally die op de AVA in mei 2009 De Marez Oyens als enige medecommissaris zag vertrekken en Zwart en Paardekooper als nieuwe commissarissen zag komen. Allereerst melden onderzoekers de door velen aan hen gemaakte opmerking over McNally's werk bij Wilton, dat veel werkzaamheden voor VDM in Engeland en elders verrichtte, en zijn rol bij VDM Global Markets in de UK, de joint venture met John Rowe.
595. McNally zei onderzoekers Den Drijver ook in die hoedanigheid te kennen toen hij in maart 2008 gevraagd werd tot de RvC toe te treden. Hij zei ook dat Den Drijver hem verteld had van een voornemen naar een one-tier board structuur te willen gaan. McNally toonde zich in het gesprek met onderzoekers wel geïnformeerd maar heeft niet de indruk bij onderzoekers kunnen wegnemen dat hij de laatste 6 maanden wel erg achter de feiten aanliep. Dat werd niet geholpen door het feit dat Zwart en Paardekooper naar hun zeggen hem niet geheel vertrouwden en informeerden: ze hadden het gevoel dat McNally met Den Drijver zaken besprak die de commissarissen onder elkaar bespraken

²⁶⁹ Gespreksverslag Paardekooper, p. 9.

²⁷⁰ Gespreksverslag Paardekooper, p. 9.

en wilden houden. Ook het optreden van McNally bij de opdrachtverlening aan E&Y (zie nrs. 546 e.v.) boezemde hen geen vertrouwen in.

596. In juni 2009 constateerden Zwart en Paardekooper dat McNally vaak fysiek niet aanwezig kon zijn bij vergaderingen. Zwart voerde onderzoekers aan het feit dat Kroon zich minder makkelijk in het Engels uitte als reden om over te gaan op Nederlands als voertaal hetgeen McNally nog meer op achterstand zette. Paardekooper nam wel de moeite om McNally na de vergaderingen bij te praten.
597. McNally gaf aan onderzoekers toe dat hij bij de opdrachtverlening aan E&Y op de rem ging staan omdat hij het nut van het extra onderzoek betwijfelde maar "*I was out voted*". Over de kredietverlening door KBC vonden onderzoekers McNally passief reageren ("*there was no discussion in the RvC nor in the Audit Committee about the questions asked by KBC*") net als bij de benoeming in juli van Kempen ("*I was not consulted*"). Naar aanleiding van 15/16 juli zei McNally onderzoekers: "*I was surprised by the fact that the situation was so bad and disappointed that Linda dit not come to [me]*".
598. Daarbij merken onderzoekers op dat McNally hen heeft laten weten, dat hij als accountant en als voorzitter van de Audit Committee, E&Y als belangrijke referentiepunt had en comfort ontleende aan het feit van de ongekwalificeerde accountants verklaring van E&Y ten aanzien van de 2008 jaarrekening en het feit dat ook overigens E&Y geen zorg heeft geuit over de financiële situatie van VDM.²⁷¹
599. In de fase na 16 juli was McNally niet actief betrokken hoewel hij toen nog niet af wilde treden. Naar zijn zeggen kreeg hij in juli een telefoontje van E&Y met de vraag of "*he was aware that Vogel offered EUR 10 million for the tax receivables*", waarop hij Paardekooper belde die de zaak afhield. Rond die tijd ontstond bij McNally zelf ook de twijfel: moet ik full time naar Nederland gaan en mee besturen zoals de andere 2 commissarissen of moet ik aftreden. Tegen de tijd dat surséance werd aangevraagd "*he had given up*". Daarna besloot hij af te treden. Naar zeggen van Zwart is hem toen géén decharge verleend.

Samenvatting

600. Het werd Zwart en Paardekooper binnen een maand of twee na hun aantreden duidelijk dat VDM er slechter voorstond dan zij op basis van hun due diligence hadden voorgesteld. Dat betekent niet noodzakelijk dat zij lichtvaardig onderzoek hadden gedaan voorafgaand aan hun aantreden. Het komt onderzoekers verstandig voor dat Zwart en Paardekooper vervolgens verdere stappen zorgvuldig hebben besproken met DNB/AFM. Gezien de intensiteit van dat overleg ligt het voor de hand aan te nemen dat de "inval" van 3 juli 2009 daar niet los van staat. Zwart heeft onderzoekers desgevraagd gezegd dat hij het onderzoek door AFM/DNB niet heeft geïnitieerd maar er zijn anderen die tegenover onderzoekers hebben gezegd dat hij het tegendeel heeft beweerd. Het is opvallend dat door AFM/DNB naar zaken als Avalon werd gevraagd die zij niet op basis van eigen informatie konden weten. Zwart en Paardekooper hebben er verstandig aan gedaan, ondanks de belasting voor de organisatie die daarmee gepaard ging, om zelf onderzoek (te doen) uitvoeren, zoals het onderzoek van K&P en van E&Y. Ook maakten zij afspraken met de RvB over het door hen gewenste beleid en interne procedure.
601. De vergaderingen van de RvC en de Audit Committee van 25 juni 2009 zijn voor de nieuwe commissarissen maar ook voor mensen als Moos een keerpunt: duidelijk werd dat de RvB wenste dat niet over de cash problemen gecommuniceerd zou worden, en door het optreden van met name Kroon terzake van vragen over het Avalon dossier in combinatie met de feiten die daarover bekend werden verdween het vertrouwen, ook van loyale medewerkers als Moos. Het traineren door Den

²⁷¹

Commentaar advocaat McNally d.d. 29 april 2011.

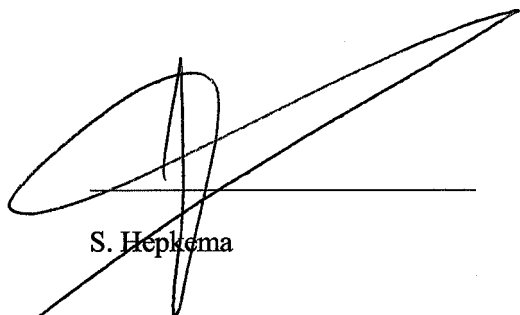
Drijver bij het geven van de opdracht aan K&P creëerde wrevel bij de nieuwe commissarissen: een uit het verleden herkenbaar patroon.

602. De nieuwe commissarissen zijn begonnen na hun aantreden met het zoeken naar een CFO die als derde lid van de RvB (naast Den Drijver en de toen nog verwachte benoeming van Kroon) zou toetreden. Zij zijn daarbij door de omstandigheden ingehaald en hebben toen de begrijpelijke afweging gemaakt zelf actief "*mee te kijken*" in afwachting van het beeld dat zou ontstaan uit de onderzoeken.
603. De begrijpelijke melding van Moos aan Zwart op 15 juli was de katalysator voor het vertrek van Den Drijver en Kroon op 16 juli 2009. Dat vertrek was voor Zwart en Paardekooper in de weken daaraan voorafgegaan welhaast onvermijdelijk geworden. Zwart heeft onderzoekers gezegd dat Zwart en Paardekooper op 15/16 juli 2009 geen reële alternatieven hadden anders dan het niet benijdenswaardig zelf inspringen als tijdelijk bestuurder en dat DNB en AFM daar meer van verwachtten dan van de benoeming van een stille curator. McNally, wiens rol op dat moment was uitgespeeld, had toen ook beter kunnen gaan, maar hij heeft gewacht tot de datum van surséance.
604. Zwart en Paardekooper hebben in kort tijdsbestek een uiterste krachtsinspanning geleverd om zaken ten gunste te keren. Zij hebben zich laten bijstaan door ervaren professionele juridische en financiële adviseurs, ze hebben adequaat gecommuniceerd met werknemers en derden die met VDM verbonden waren en ze hebben de toezichthouders en bewindvoerders voldoende geïnformeerd. Het komt onderzoekers voor dat Zwart en Paardekooper bij hun aanpak op het risico van surséance en een daaropvolgend faillissement gewezen zijn en dat hebben meegewogen. Onderzoekers hebben een nauwkeurige weergave gezien van alle gesprekken en handelingen die Zwart en Paardekooper hebben ondernomen in de periode voorafgaand aan het faillissement en menen dat zij zorgvuldig te werk zijn gegaan.
605. Hun taak was makkelijker geweest en had meer kans van slagen gehad als VDM eerder was begonnen met het verbeteren van de kapitaalsbasis van de groep en als het bedrijf in deze fase minder afhankelijk was geweest van GSFS.
606. Van der Linden heeft zich in kritische zin uitgelaten over het streven van Zwart en Paardekooper naar een ander resultaat dan surseance. Naar zijn idee was "*60% van de reorganisatie die noodzakelijk is*" gedaan en was er nog "*20 miljoen nodig om die reorganisatie helemaal af te ronden en met een kleine kern door te gaan*." Van der Linden zei dat al na een paar dagen Zwart de liquiditeits prognoses van hem, Pronk en Moos te optimistisch vond en toen al vond dat "*een zelfstandig voortbestaan van VDM niet reëel*" was.²⁷²
607. De oprechte poging de fiscale vorderingen te verkopen zijn bemoeilijkt door de afhankelijkheid van GSFS. Achteraf gezien is de volle waarde van de Duitse vorderingen gerealiseerd (zij het onder Nachprüfung) door ze niet te verkopen maar onderzoekers hebben geen aanwijzingen te veronderstellen dat Zwart en Paardekooper bekend waren met het feit dat de Duitse fiscus op 16 september de vordering op EUR 32 miljoen zou vaststellen.

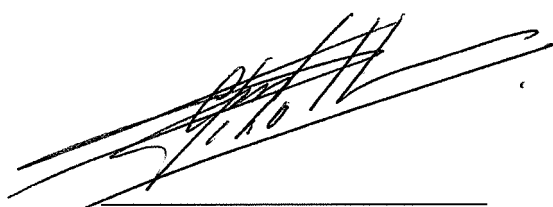
²⁷²

Gespreksverslag Van der Linden, p. 38.

Amsterdam, 13 mei 2011

A handwritten signature in black ink, consisting of a large loop on the left and a long, sweeping stroke extending to the right, crossing over itself.

S. Hepkema

A handwritten signature in black ink, featuring several sharp, overlapping strokes that form a complex, angular shape.

C.J.M. Scholtes