

University of Groningen

Wenk bij: ECLI:NL:GHAMS:2019:4359

Veenstra, Frank

Published in:
Rechtspraak Ondernemingsrecht

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:
2020

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):

Veenstra, F. (2020). Wenk bij: ECLI:NL:GHAMS:2019:4359. RO 2020/1. Casenote over: Hof Amsterdam, 10/12/2019, 200.254.527/01 OK, ECLI:NL:GHAMS:2019:4359 *Rechtspraak Ondernemingsrecht*, 2020(1).

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

RO 2020/1

HOF AMSTERDAM

10 december 2019, nr. 200.254.527/01 OK
(Mrs. G.C. Makkink, A.M.L. Broekhuijsen-Molenaar, A.J. Wolfs, P.M. Verboom, C. Smits-Nusteling RC)

Art. 2:345, 2:346 lid 3, 2:350 lid 1 BW

ECLI:NL:GHAMS:2019:4359

Enquêterecht.**Komt het enquêteverzoek van de curator in het faillissement van Estro voor toewijzing in aanmerking?**

In het voorjaar 2010 is Benca enig aandeelhouder van Catalpa. Het bestuur wordt gevormd door Benca en, in wisselende samenstelling, A, B, C en D. Benca verkoopt in juli 2010 alle aandelen Catalpa aan NCC (een kleindochter van Providence). NCC is, teneinde de koopprijs en transactiekosten te kunnen voldoen, voor € 520 miljoen gefinancierd. Onderdelen hiervan vormen een lening van fondsen beheerd door Providence (de 'Providence Lening'; tegen een rente van 15% per jaar) en een lening van een consortium van banken (de 'Bankfinanciering'). Benca heeft de aandelen op 16 augustus 2010 geleverd aan NCC tegen betaling van de koopprijs. Eveneens op 16 augustus 2010 hebben de bestuurders A en C namens Catalpa het besluit genomen dat Catalpa als hoofdelijk schuldenaar (wat betreft de onderdelen Capex Facility en RCF; in totaal € 50 miljoen) en verstreker van zekerheden toetreedt tot de Bankfinanciering. Op 8 december 2010 zijn Catalpa en NCC juridisch gefuseerd, met Catalpa als verdwijnende vennootschap en NCC als verkrijgende vennootschap. De naam van NCC is vervolgens gewijzigd in Catalpa Holding NV.

Als gevolg van de fusie is een *debt push down* gerealiseerd: zowel de Bankfinanciering (de onderdelen Facility A en B, in totaal € 230 miljoen) als de Providence Lening (€ 225 miljoen) is een schuld van de onderneming geworden. Met inbegrip van de genoemde € 50 miljoen bedraagt de totale schuld derhalve ruim € 500 miljoen.

Op 16 mei 2011 is de naam van Catalpa Holding NV gewijzigd in Estro Groep BV. Estro Groep BV is op 5 juli 2014 failliet verklaard.

De curator heeft verzocht om het instellen van een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken bij Estro Groep BV over de periode vanaf 1 januari 2009 tot en met 9 december 2010. Hij stelt dat er sprake is van gegronde redenen met betrekking tot de verkoop van alle aandelen in Catalpa aan NCC en de daarop volgende fusie tussen Catalpa en NCC (hierna: de *Transactie*). Hij heeft onder meer naar voren gebracht (a) dat de financieringsstructuur van de

Transactie in strijd is met art. 2:98c BW, omdat Catalpa als hoofdelijk schuldenaar en verstreker van zekerheden is toegetreden tot de Bankfinanciering, (b) dat het bestuur van Catalpa het CMO onvolledig en onjuist heeft geïnformeerd over de Transactie, (c) dat het bestuur van Catalpa geen kenbare, laat staan een voldoende, afweging heeft gemaakt van de voor- en nadelen van de Transactie, terwijl Catalpa daardoor is opgezegd met een aanzienlijke schuldenlast, (d) dat ten gevolge van persoonlijke financiële belangen van de bestuurders bij de Transactie sprake was van een onaanvaardbare belangenverstrengeling en (e) dat de RvC onvoldoende toezicht heeft gehouden op het bestuur.

OK: (a) Hoewel niet valt uit te sluiten dat in rechte wordt geoordeeld dat de totale financieringsconstructie een ongeoorloofde financiële steunverlening in de zin van 2:98c BW inhoudt, levert het feit dat het bestuur Catalpa als hoofdelijk schuldenaar en verstreker van zekerheden heeft laten toetreden tot de Bankfinanciering op zichzelf geen gegronde reden op om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken te twijfelen, nu het bestuur is afgegaan op het advies van de met het oog daarop ingeschakelde deskundigen dat het onderhavige bestuursbesluit niet in strijd was met art. 2:98c BW.

Wat betreft de gronden onder (b)-(e) is wel sprake van gegronde redenen om aan een juist beleid te twijfelen:

(b) Het CMO is bij beide adviesaanvragen minst genomen onvolledig voorgelicht. Ten onrechte blijkt hier niet uit dat zowel de Bankfinanciering als de Providence Lening een schuld van Catalpa zelf zou worden. Door de gebrekkige informatievoorziening aan het CMO in het kader van de twee adviesaanvragen lijken de medezeggenschapsrechten van het CMO onvoldoende te zijn gerespecteerd;

(c) Het bestuur dient bij een transactie als de onderhavige vooraf een evenwichtige analyse te maken van de voor- en nadelen daarvan. Daar toe is een goed doorwerkte, onafhankelijke rapportage geïndiceerd, die hier ontbreekt. Ook ter zitting is onduidelijk gebleven welke voordelen de Transactie met de gehanteerde financieringsconstructie – de onderneming wordt verkocht maar krijgt vervolgens zelf een molensteen om de nek gehangen in de vorm van een schuld van € 500 miljoen – voor de onderneming had, dan wel welk belang van de onderneming van Catalpa met die constructie was gediend. Het heeft er alle schijn van dat het bestuur geen gedegen, integrale afweging van alle betrokken belangen bij de aan de overname onlosmakelijk verbonden financieringsconstructie heeft gemaakt, hetgeen wel zijn taak was;

(d) De persoonlijke belangen van de bestuurders A, C en D bij de overname waren zodanig substantieel dat betwijfeld kan worden of zij zich uitsluitend door het vennootschappelijke belang

hebben laten leiden bij de keuzes die zij hebben gemaakt;

(e) De RvC is pas op 16 augustus 2010, direct na de overname, geïnstalleerd. Het is de vraag of de RvC ten tijde van de bekrachtiging van de overname op 18 augustus 2010 voldoende onafhankelijk was. De vraag rijst of de RvC in deze samenstelling het bestuursbesluit voldoende getoetst heeft aan het belang van de onderneming. Ten aanzien de goedkeuring van het fusiebesluit is niet gebleken van een zorgvuldige afweging door de RvC van de voor- en nadelen van de fusie, terwijl de financiële gevolgen ervan voor de onderneming aanzienlijk waren.

Het enquêteverzoek komt voor toewijzing in aanmerking. Catalpa was de grootste onderneming in Nederland in de kinderopvang, een branche die in hoge mate met publiek geld wordt gefinancierd via de kinderopvangtoeslag. Het faillissement van Estro Groep heeft een aanzienlijke maatschappelijk impact gehad. De curator heeft beargumenteerd naar voren gebracht dat een enquête in het belang van de boedel is, onder meer opdat kan worden vastgesteld over welke informatie het bestuur op de verschillende momenten in het transactieproces beschikte – en waarover de curator niet volledig meent te beschikken – en welke afwegingen het bestuur aan zijn medewerking aan de Transactie ten grondslag heeft gelegd.

Zie ook:

- Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928, RO 2010/48 (PCM);
- Hof Amsterdam (OK) 10 januari 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BC1657, RO 2008/18 (PCM).

Wenk:

De onderhavige procedure is de eerste procedure waarin de curator gebruik heeft gemaakt van zijn enquêtebevoegdheid (art. 2:346 lid 3 BW).

Het onderzoek naar het beleid en de gang van zaken rond de Transactie vormt de kern van de enquêteprocedure. Bijzonder aan de procedure is dat daarin de materiële waarheidsvinding centraal staat: de echte waarheid moet boven tafel komen. Art. 149 lid 1 tweede zin Rv – 'Feiten of rechten die door de ene partij zijn gesteld en door de wederpartij niet of niet voldoende zijn betwist, moet de rechter als vaststaand beschouwen (...)’ – geldt niet in de enquêteprocedure. Dit betekent dat de OK zelf (ambtshalve) dient te beoordelen of sprake is van gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid of juiste gang van zaken van Estro Groep BV (art. 2:350 lid 1 BW) die een onderzoek rechtvaardigen. De onderzoeker heeft ruime bevoegdheden. Zo is hij

gerechtigd tot het raadplegen van de boeken, bescheiden en andere gegevensdragers en het zich doen tonen van de bezittingen van Estro Groep BV. Bovendien zijn de (voormalige) bestuurders, commissarissen en werknemers van Estro Groep BV verplicht alle inlichtingen te verschaffen die nodig zijn voor de uitvoering van het onderzoek (art. 2:351 lid 1 BW). Een meerwaarde van de enquêteprocedure is dat de onderzoeker deze bevoegdheden eveneens heeft ten aanzien van rechtspersonen die nauw zijn verbonden met de rechtspersoon ten aanzien waarvan het onderzoek plaatsvindt, op voorwaarde dat dit nodig is voor de uitvoering van het onderzoek en de onderzoeker daartoe wordt gemachtigd door de OK (art. 2:351 lid 2 BW). De onderzoeker is voorts bevoegd de OK te verzoeken een of meer personen als getuigen te horen. Hij mag bij dit verhoor aanwezig zijn en kan aan de getuigen vragen stellen (art. 2:352a BW).

Naar verwachting zal de curator in het faillissement van Estro Groep BV, nadat het onderzoeksverslag ter griffie van het Hof Amsterdam is gedeponereerd (art. 2:353 BW), de tweede fase van de enquêteprocedure ingaan. Deze fase dient bijzaken art. 2:355 lid 1 BW te worden ingeleid met het verzoek tot het treffen van voorzieningen als bedoeld in art. 2:356 BW. De curator kan bijvoorbeeld op de voet van art. 2:356, onder a BW verzoeken om vernietiging van de over het boekjaar 2010 aan de bestuurders en commissarissen van Estro Groep BV verleende decharges (r.o. 2.38). In dit licht wijst ik er op dat de curator ter zake van de financiering van de Transactie geen vordering op de voet van art. 2:248 BW kan instellen, nu de Transactie buiten de driejaarstermijn van lid 6 heeft plaatsgevonden. Zou hij voor ogen hebben om een vordering op grond van art. 2:9 BW in te stellen, dan loopt hij in beginsel tegen de aan de bestuurders verleende decharge aan. Een prettige bijkomstigheid voor de curator is dat de bevoegdheid om de OK te verzoeken om vernietiging van dechargebesluiten niet gebonden is aan een verjarings- of vervaltermijn. Verweerders hebben geprobeerd om het enquêteverzoek tegen te houden met een beroep op rechtsverwerking, maar dat beroep wijst de OK in r.o. 3.4 af. De curator kan, niettegenstaande de tekst van art. 2:355 lid 1 BW, volstaan – dit is inmiddels vaste jurisprudentie – met het verzoek voor recht te verklaren dat bij Estro Groep BV van wanbeleid is gebleken en wie voor het wanbeleid verantwoordelijk zijn. Een voorwaarde voor het toewijzen van de verschillende verzoeken is dat de curator kan bewijzen dat van wanbeleid is ge-

bleken. Hij kan ten bewijze een beroep doen op het onderzoeksverslag. De OK dient zelf (ambtshalve) te beoordelen of uit het onderzoeksverslag van wanbeleid is gebleken. Hij is daarbij niet gebonden aan de uitkomsten van het onderzoek.

Een nadeel van de enquêteprocedure is dat de onderzoekskosten voor rekening van de boedel komen. De curator kan hier echter een mouw aan proberen te passen. Hij kan het verzoek tot vernietiging van de dechargebesluiten dan wel om een verklaring voor recht vergezeld doen gaan van het verzoek de onderzoekskosten geheel of gedeeltelijk te mogen verhalen op de (voormalige) bestuurders en commissarissen van Estro Groep BV die verantwoordelijk zijn voor het onjuiste beleid (art. 2:354 BW). Het verzoek tot kostenverhaal kan een grote meerwaarde hebben, omdat de curator de OK langs deze weg min of meer kan dwingen het wanbeleid te individualiseren. Dit is vooral interessant in geval hij de (voormalige) bestuurders en commissarissen wil aanspreken in een art. 2:9-procedure. Uit de jurisprudentie blijkt namelijk dat het enquêtedossier (de feiten die zijn weergegeven in het onderzoeksverslag + het oordeel van de OK over de feiten) grote bewijskracht heeft in latere aansprakelijkheidsprocedures. Het dossier kan voor de curator tevens een zwaar drukmiddel vormen in een poging een D&O-verzekeraar te bewegen tot een schikking te komen (gesteld dat de D&O-verzekering dekking biedt in geval van faillissement).

De feiten in deze procedure vertonen gelijkens met die in de procedure inzake PCM. De OK overweegt dat niet gebleken is dat het bestuur een gedegen afweging heeft gemaakt van de voor- en nadelen die de Transactie met de gehanteerde financieringsconstructie voor Catalpa heeft gehad (r.o. 3.11). Het heeft er alle schijn van dat het bestuur de waarschuwing van adviseur Allen & Overy op dit punt in de wind heeft geslagen. Allen & Overy heeft gewezen op de noodzaak van een belangenafweging door het bestuur met betrekking tot het overnemen van schulden door Catalpa: 'Er moet (...) worden gekeken of het wel in het belang is van de vennootschappen om de verplichtingen onder deze financiering aan te gaan. Hierbij is met name relevant om te beoordelen of de vennootschappen na het aangaan van deze verplichtingen nog wel in staat zijn om hun strategie (in Catalpa's geval dus het doen van acquisities) uit te kunnen voeren. Als de bestuurders van een vennootschap een dergelijke belangenafweging niet maken, dan lopen ze kans dat de [Ondernemingskamer] oordeelt dat er sprake was van wanbeleid (zoals bij PCM) en/of om

aansprakelijk te worden gehouden door de vennootschap.' (r.o. 2.16). Deze passage nodigt uit kort aandacht te besteden aan de feiten en het oordeel van de OK in de PCM-procedure:

In november 2003 hebben PCM en de houders van gewone aandelen in PCM besloten een financieel sterke partner te zoeken. De keuze is gevallen op de APAX-groep. Vervolgens is de systematiek van de leveraged buy out (LBO) toegepast. Deze ziet er in casu als volgt uit. In 2004 is PCM Holding opgericht. Holding heeft in juni 2004 alle aandelen PCM (zowel de gewone aandelen als de cumulatief preferente aandelen) gekocht voor een bedrag van € 610 miljoen. Van dit bedrag komt ruim € ruim 440 miljoen toe aan de houders van gewone aandelen (SDM c.s.) en ruim € 136 miljoen aan de houders van de cumulatief preferente aandelen. Houders van de aandelen in Holding worden Investments (onderdeel van de APAX-groep; 47,5%), de voormalige houders van gewone aandelen PCM (SDM c.s.; tezamen 47,5%) en STAK PCM Investments (5%). De middelen die Holding nodig heeft voor de betaling van de koopsom voor de aandelen PCM (+ € 30 miljoen advies- en acquisitiekosten) heeft zij hoofdzakelijk verkregen door deze te lenen, in de vorm van achtergestelde leningen van Investments en SDM c.s. (totaal € 219 miljoen, tegen een jaarlijkse rente van 12,36%), zogenaamde IRR Linked Loans van SDM c.s. (totaal € 60 miljoen, tegen een variabele rente) en leningen van banken (totaal € 300 miljoen, tegen een gemiddelde rentevoet van onder de 6%). In verband met de overname van de aandelen PCM heeft Holding dus een schuldenlast van bij de aanvang € 579 miljoen op zich genomen, alsmede een daaraan gerelateerde rentelast (tezamen ongeveer € 40 miljoen per jaar). Omdat de deelneming in PCM de enige bezitting is van Holding en de jaarlijkse rentelast alleen al de jaarlijkse winst overstijgt die PCM behaalt, moet worden betwijfeld of PCM in staat is structureel de lasten op te brengen die voortvloeien uit de financieringsconstructie. Zie voor dit alles OK 10 januari 2008.

De OK stelt in de beschikking van 27 mei 2010 het volgende voorop: 'Zoals ook de onderzoekers hebben uiteengezet, gaat het effectueren van een LBO steeds gepaard met een aanzienlijke financiële belasting van de (doelwit)vennootschap. Het is met name door dit kenmerk dat de LBO de bijzondere aandacht vereist van degenen die gehouden zijn acht te slaan op de belangen van de betrokken vennootschap en die deelnemen aan de besluitvorming die leidt tot het betrekken van de vennootschap in een

LBO-transactie. Zij zullen het, met het oog op die vennootschappelijke belangen, dan ook tot hun taak moeten rekenen de door de betrokken vennootschap beoogde en redelijkerwijs te behalen, aan een LBO verbonden voordelen af te wegen tegen de nadelen, waaronder die van financiële aard.' (r.o. 3.2). De OK constateert onder meer dat de lastenverzwaring de financiële speelruimte van Holding en PCM heeft beperkt, zodat na de LBO geen belangrijke investeringen meer konden worden gedaan ter uitvoering van de Strategie (r.o. 3.11). De OK concludeert dan ook tot wanbeleid: in de cruciale besluitvormingsfase heeft het ontbroken aan een voldoende afweging van de voor- en nadelen van de LBO door het bestuur en de RvC.

Vermeldenswaard is dat de OK in PCM voor toekomstige investeerders een waarschuwing heeft opgenomen, die wellicht opgeld doet in de Estro-zaak: 'De Ondernemingskamer merkt voorts op dat, mede gellet op hetgeen ingevolge artikel 2:8 BW naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd, voor de private equity partij die zich aandient als toekomstig aandeelhouder in een vennootschap op een wijze als de onderhavige, heeft te gelden, dat zij in haar handelen dat verband houdt met het verkrijgen van een belang als het onderhavige in de doelvennootschap, niet alleen de eigen belangen maar ook de hiervoor in 3.2 vermelde onderscheiden vennootschappelijke belangen dient te betrekken.' (r.o. 3.13)

Tot slot: een interessante vraag is hoe het oordeel van de OK onder (a) – het feit dat het bestuur Catalpa als hoofdelijk schuldenaar en verstrekker van zekerheden heeft laten toetreden tot de Bankfinanciering levert op zichzelf geen gegronde reden op om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken te twijfelen, nu het bestuur is afgegaan op het advies van de met het oog daarop ingeschakelde deskundigen dat het onderhavige bestuursbesluit niet in strijd was met art. 2:98c BW – moet worden begrepen. Wellicht dat de OK voor deze formulering heeft gekozen omdat zij deze kwestie buiten het onderzoek en de beoordeling wil houden, nu zij niet bevoegd is een oordeel te geven over de vraag of art. 2:98c BW is geschonden: dit oordeel is voorbehouden aan de civiele rechter.

Beschikking inzake

Wouter Johan Pieter Jongepier, te Amsterdam, in zijn hoedanigheid van curator in het faillissement van Estro Groep B.V., voorheen gevestigd te Amsterdam, verzoeker, advocaten: mr.

S.W. van den Berg en mr. J.J. van Hees, beiden te Amsterdam,

tegen

Estro Groep B.V., verkerende in staat van faillissement, voorheen te Amsterdam, verweerster, niet verschenen,

en tegen

1. [A],

2. [B],

belanghebbenden, advocaten: mr. K. Rutten, mr. M. Mussche en mr. C.M. Tjoa, allen kantoorhoudende te Utrecht,

en tegen

3. [C], belanghebbende, advocaat: mr. H.A. de Savornin Lohman, te Amsterdam,

en tegen

4. [D], belanghebbende, advocaten: mr. D.K. Baas en mr. C. Snelders-van de Kamp, beiden te Arnhem,

en tegen

5. [E], belanghebbende, advocaat: mr. J.E.P.A. van Hooff, te Amsterdam,

en tegen

6. [F],

7. [G],

8. [H],

belanghebbenden, advocaten: mr. R.D. Vriesendorp en mr. T.L. Ticheloven, beiden te Amsterdam,

en tegen

9. [I], belanghebbende advocaat: mr. T.S. Jansen, te Amsterdam.

Ondernemingskamer:

1 *Het verloop van het geding*

1.1 In het vervolg zullen partijen, belanghebbenden en andere (rechts)personen (ook) als volgt worden aangeduid:

- verzoeker met de curator;
- verweerster met Estro Groep;
- belanghebbenden 1 tot en met 5 ieder afzonderlijk met [A], [B], [C], [D] en [E] en gezamenlijk met [J];
- belanghebbenden 6 tot en met 8 ieder afzonderlijk met [F], [G] en [H] en gezamenlijk met de Providence commissarissen;
- belanghebbende 9 met Van Gessel;
- Catalpa N.V. met Catalpa;
- Benca B.V. met Benca;
- Aplatac B.V. met Aplatac;
- Bencis Capital Partners B.V. met Bencis;
- Providence Equity LLP met Providence;
- NCC Investments B.V. met NCC;
- Prof. J.C.A. Gortemaker RA met Gortemaker.

1.2 De curator heeft bij op 8 februari 2019 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verzoekschrift met producties de Ondernemingskamer verzocht, bij beschikking uitvoerbaar bij voorraad, een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken

van Estro Groep over de periode vanaf 1 januari 2009 tot en met 9 december 2010.

1.3 De Providence commissarissen hebben bij op 18 april 2019 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift de Ondernemingskamer verzocht, bij beschikking uitvoerbaar bij voorraad, het verzoek tot het gelasten van een onderzoek met betrekking tot hun handelwijze, en ook overigens, af te wijzen en de curator te veroordelen in de kosten van het geding; zij refereren zich aan het oordeel van de Ondernemingskamer ten aanzien van de overige verwijten.

1.4 [J] hebben bij op 19 april 2019 ter griffie van de Ondernemingskamer ingekomen verweerschrift met producties de Ondernemingskamer verzocht het verzoek af te wijzen en de curator te veroordelen in de kosten van het geding.

1.5 Op verzoek van de Ondernemingskamer hebben partijen op 7 mei 2019 een beknopt overzicht van hun argumenten met vermelding van de vindplaatsen (*skeleton argument*) toegezonden.

1.6 Het verzoek is behandeld ter openbare terechtzitting van de Ondernemingskamer van 13 mei 2019. Bij die gelegenheid hebben de advocaten de standpunten van de onderscheiden partijen (mrs. Rutte namens [J]) toegelicht aan de hand van – aan de Ondernemingskamer en de wederpartij overgelegde – aantekeningen en wat mrs. Van den Berg en Van Hees en mr. Rutten betreft onder overlegging van op voorhand aan de Ondernemingskamer en de wederpartij gezonden nadere producties. Partijen en hun advocaten hebben vragen van de Ondernemingskamer beantwoord en inlichtingen verstrekt.

2 De feiten

De Ondernemingskamer gaat uit van de volgende feiten:

2.1 De rechtsvoorganger van Catalpa is in 1975 opgericht. Zij dreef via haar dochtervenootschappen een onderneming die zich bezighield met kinderopvang. In 2001 hebben de oprichters van Catalpa 50% van hun belangen verkocht aan Waterland Private Equity Investments B.V. (hierna: Waterland). In 2003 zijn de overige aandelen verkocht aan Waterland. Catalpa is vervolgens door de opening van nieuwe locaties, door uitbreiding van bestaande locaties en door overnames van andere kinderopvangorganisaties sterk gegroeid in omvang.

2.2 In 2006 heeft Waterland haar aandelen in Catalpa verkocht aan Benca, een kleindochtervenootschap van investeringsmaatschappij Bencis voor een bedrag van circa € 25 miljoen. In dat jaar had Catalpa een omzet van € 68 miljoen. In de daaropvolgende periode nam het aantal overnames toe en is de omzet van

Catalpa gestegen van € 113 miljoen in 2007, € 143 miljoen in 2008 tot € 203 miljoen in 2009. In die periode bestond de onderneming van Catalpa inmiddels uit meer dan 400 vestigingen waarbinnen circa 40.000 kinderen werden opgevangen.

2.3 In het voorjaar van 2010 waren de verhoudingen in Catalpa en Benca als volgt. Benca was enig aandeelhouder en enig bestuurder van Catalpa. Aplatac hield alle aandelen in het geplaatste kapitaal van Benca. Bencis hield indirect 89,25% van de aandelen in Aplatac; Stichting Administratiekantoor Benca (hierna: de Stak) hield de overige 10,75%. [D] hield door de Stak uitgegeven certificaten van aandelen corresponderende met 2,22% van de aandelen in het geplaatste kapitaal van Aplatac. [A] (vanaf 16 oktober 2009 tot 16 augustus 2010) en [C] (vanaf 1 maart 2009 tot 16 augustus 2010) vormden samen het bestuur van Benca. [D] was sinds 1 maart 2010 (eveneens tot 16 augustus 2010) ook bestuurder van Benca. Zij vormden gedrieën tevens het bestuur van Aplatac.

2.4 [C] en [A] hielden geen aandelen of certificaten in Aplatac. Met hen was een bonusregeling overeengekomen, op grond waarvan zij ieder recht hadden op een bonus van ongeveer een half procent van de *net adjusted equity Value* van Catalpa indien, kort gezegd, Benca haar aandelen in Catalpa zou overdragen.

2.5 Vanaf april 2010 tot half augustus 2010 was er geen raad van commissarissen op het niveau van Catalpa. Wel had indirect aandeelhouder Aplatac een raad van commissarissen, die werd gevormd door Van Gessel en [E].

2.6 In de periode van april 2010 tot 9 december 2010 werd Catalpa door de volgende (rechts)personen bestuurd:

- Benca: 1 januari 2007 - 16 augustus 2010;
- [C] (CFO): 16 augustus 2010 - 3 november 2010;
- [D] (CEO): 19 augustus 2010 - 21 september 2010;
- [A] (COO en CEO): 16 augustus 2010 - 9 december 2010;
- [B] (CFO): 3 november 2010 - 9 december 2010.

2.7 In het voorjaar van 2010 heeft Bencis een proces gestart gericht op verkoop van haar belang in Catalpa ("*Project Future*"), waarbij meerdere potentiële bidders zijn benaderd. Ten behoeve van de verkoop hebben ING en Rotschild als adviseurs van Benca in mei 2010 een *Information Memorandum* opgesteld. Daarnaast heeft PwC in opdracht van Catalpa financieel *vendor due diligence* onderzoek verricht, dat heeft geleid tot een rapport van 30 november 2009 en tot twee aanvullende rapporten van 21 april 2010 – inhoudende een analyse van het door het bestuur opgestelde

Strategieplan 2010-2013 – en 9 juni 2010 betreffende een analyse van actuele ontwikkelingen van de financiële resultaten.

2.8 Op 21 juni 2010 hebben vijf kandidaten een bod uitgebracht op de aandelen in Catalpa, nadat zij toegang hadden gekregen tot een digitale dataroom. Met de drie hoogste bidders heeft Bencis verder onderhandeld. De biedingen verschilden naast de hoogte van het bod op een aantal punten, waaronder de wijze waarop de overname zou worden gefinancierd en de wijze waarop het bestuur zou gaan participeren in Catalpa. Het bod van Providence houdt in dat de koopsom wordt gefinancierd door eigen vermogen en vreemd vermogen en daarnaast wenste Providence dat [C] en [A] ieder ook zelf zouden investeren in Catalpa.

2.9 Benca heeft op 24 juni 2010 het bod van Providence van circa € 507 miljoen aanvaard en partijen zijn een *Signing Protocol* overeengekomen, waarin onder meer is bepaald dat het Centraal Medezeggenschapsorgaan van Catalpa (hierna: het CMO) om advies zal worden gevraagd.

2.10 Op 25 juni 2010 heeft Catalpa het CMO op grond van artikel 25 Wet op de Ondernemingsraden advies gevraagd met betrekking tot (1) het voorgenomen besluit van Benca om haar aandelen in Catalpa over te dragen aan een nieuw opgerichte houdstermaatschappij van Providence en (2) de financiering van de overname, “zoals volledig uiteengezet in de aan deze adviesaanvraag gehechte Bijlage 1” (hierna: Adviesaanvraag 1). Onder het kopje “Economische consequenties” is het volgende opgenomen: “Ten aanzien van de voorgenomen financieringsstructuur verwijzen wij u naar de bijgesloten bijlage “Financieringsstructuur” die een integraal onderdeel vormt van deze adviesaanvraag”, en onder “Juridische consequenties”:

“De voorgenomen Transactie zal op zichzelf geen gevolgen hebben voor de juridische structuur van de onderneming. Het is evenwel mogelijk dat het in het kader van de financieringsstructuur noodzakelijk zal zijn om de juridische structuur aan te passen. Een dergelijke aanpassing zou in dat geval echter plaatsvinden op holdingniveau en niet op het niveau van Catalpa N.V. of haar dochterondernemingen en zal geen materiele consequenties hebben voor de werknemers, de arbeidsvoorwaarden of de werknemersvertegenwoordiging binnen Catalpa.”

De bijlage “Financieringsstructuur” houdt onder meer het volgende in:

“De voorgestelde Transactie brengt mee dat de huidige financiering van de Catalpa groep zal moeten worden vervangen door nieuwe financiering. Het voornemen be-

staat om de volgende kredietfaciliteiten aan te trekken:

- Term Loans ad € 230 miljoen;
- Revolving Credit Facility ad € 10 miljoen; en
- Capital Expenditure Facility ad € 40 miljoen.

(...) De financiers hebben als voorwaarde voor de verstrekking van de genoemde faciliteiten tegen economisch aanvaardbare voorwaarden gesteld dat Catalpa N.V. en andere groepsvennootschappen binnen de Catalpa groep zekerheid dienen te stellen. Tot zekerheid van hun verplichtingen in verband met de kredietfaciliteiten zullen Catalpa N.V. en een groot aantal groepsvennootschappen elkaars verplichtingen garanderen met betrekking tot bovengenoemde leningen.”

Verder heeft Catalpa in de adviesaanvraag op een tweede bijlage gewezen:

“Voor een uitgebreide omschrijving van Providence, haar ervaring, visie en plannen, verwijzen wij naar de door Providence op de vragen van het CMO gegeven antwoorden die aan deze adviesaanvraag zijn gehecht als Bijlage 2 en die onderdeel uitmaken van deze adviesaanvraag.”

In die bijlage staat onder meer het volgende:

“4. Wat is de financiële kracht/de vermogenspositie van de aandeelhouder?

Het fonds waarmee Providence zal investeren in Catalpa is Providence Equity Partners VI, een fonds van USD 12 miljard dat wereldwijd actief investeert. Wij hebben daarmee meer dan adequate financiële slagkracht tot onze beschikking om niet alleen deze transactie te financieren, maar ook mogelijk in de toekomst verdere groei van de Catalpa organisatie te ondersteunen.

5. Overnames worden op allerlei manieren gefinancierd, waaronder ook hele belastende en risicovolle constructies voor de overgenomen partij. Hoe wordt de koop door de aandeelhouder gefinancierd?

In verband met de overname wordt EUR 230 miljoen aan vreemd vermogen opgehaald, wat minder is dan 50% van de totale overnamesom. Dit krediet wordt aangetrokken van een syndicaat van banken, bestaande uit ING Bank N.V., Lloyds TSB Bank plc en Société Générale. Wij zijn van mening, evenals genoemde banken, dat deze financiering conservatief is, en een financieel stabiel bedrijf creëert met aanzienlijke ruimte voor groei. Uit het feit dat Providence de overnamesom voor meer dan 50% met eigen vermogen financiert moge blijken dat wij vertrouwen hebben in de kracht en het groeipotentieel van Catalpa.”

2.11 Op 1 juli 2010 heeft het CMO positief geadviseerd op beide onderdelen van

Adviesaanvraag I, waarbij het onder meer heeft opgemerkt:

"Beducht voor de grote druk en risico's die de financiering van overnames met zich mee kunnen brengen heeft het CMO, ondersteund door financieel adviseur dhr. Prof. dr. Hans Gortemaker, zich gebogen over de financieringsconstructie die Providence in samenwerking met banken heeft ontwikkeld voor de aankoop van Catalpa. (...) Providence antwoordt dat voldoende kapitaal aan vreemd vermogen wordt opgehaald bij een bankconsortium onder leiding van de ING, waarmee minder dan 50% van de totale overnamesom wordt gefinancierd. Providence financiert de overname van Catalpa voor meer dan 50% met eigen vermogen, hetgeen inderdaad "een financieel stabiel bedrijf creëert met aanzienlijke ruimte voor groei". Vergeleken met de huidige financieringswijze van Bencis levert de financieringsconstructie van Providence een grotere solvabiliteit voor Catalpa op."

2.12 Op 5 juli 2010 heeft Benca het besluit genomen de aandelen in Catalpa te verkopen aan Providence. Op dezelfde dag heeft Benca de koopovereenkomst met NCC gesloten, een vennootschap (hierna ook: Bidco) die deel uitmaakt van de door Providence voor dit doel opgerichte vennootschappelijke structuur.

2.13 Om Bidco in staat te stellen de koopprijs van de aandelen en de transactiekosten te betalen werd zij voor een bedrag van circa € 521 miljoen gefinancierd, samengesteld uit een lening van € 225 miljoen van fondsen beheerd door Providence, niet zijnde de directe aandeelhouder van Bidco (hierna: de Providence Lening), een agiostorting van € 66 miljoen (hierna: het eigen vermogen) en een lening van € 230 miljoen van een consortium van banken (hierna: de Bankfinanciering of de SFA), bestaande uit een bedrag van € 95 miljoen (trekking op het niveau van Bidco onder een *senior facility agreement* van € 95 miljoen) (Facility A), een bedrag van € 127 miljoen (trekking op het niveau van Bidco onder een *senior facility agreement* van € 135 miljoen) (Facility B), een financiering van € 6 miljoen (trekking onder een *revolving credit capital facility* van in totaal € 10 miljoen) (RCF) en een financiering van € 1,5 miljoen (trekking onder een *senior capex and acquisition facility* van in totaal € 40 miljoen) (Capex Facility). De RCF en de Capex Facility waren onder andere bestemd voor een herfinanciering van de bestaande schuld van Catalpa en voor de toekomstige operationele activiteiten van Catalpa. De Providence Lening was achtergesteld ten opzichte van de Bankfinanciering. Over de Providence Lening was Bidco een rente van 15% per jaar verschuldigd. In plaats van een periodieke rentebetaling, werd die rente jaarlijks

toegevoegd aan het uitstaande bedrag. De Providence Lening diende in zijn geheel in 2019 te worden afgelost.

2.14 Het bestuur van Catalpa heeft het advocatenkantoor Allen & Overy (hierna: A&O) in juli 2010 ingeschakeld voor juridisch advies over de documentatie die Catalpa diende te tekenen in verband met de overname door Providence.

2.15 Op 30 juli 2010 heeft Freshfields, de advocaat van Providence, A&O een *Concept Funds Flow Statement* doen toekomen, waarin was opgenomen dat NCC de Providence Lening zou gebruiken om een deel van de overnamesom te voldoen. Verder kwam elders in dit document de zinsnede "...prior to merger of [NCC] and [Catalpa]" voor.

2.16 Op 3 augustus 2010 heeft A&O het bestuur een e-mail gestuurd met commentaar op een door Freshfields opgesteld concept van de *Investment Agreement*, een overeenkomst tussen (onder andere) Providence, Catalpa en de participerende bestuurders, waarin rechten en verplichtingen tussen aandeelhouders en de vennootschap werden vastgelegd omtrent de verdere financiering van de vennootschap, de overdracht van aandelen in de vennootschap en het bestuur van de vennootschap. In de e-mail wijst A&O onder meer op de noodzaak van een belangenafweging door het bestuur met betrekking tot het overnemen van schulden door Catalpa, een aspect dat in de constructie is voorzien:

"Er is een punt waar we alvast wel over na moeten denken en dat is bankfinanciering. Als ik het goed begrijp, dan zal op closing de huidige schuld worden geherfinancierd op het niveau van Catalpa N.V. en haar dochtermaatschappijen. Na closing zal dan de acquisitie financiering door middel van een 'debt push down' worden doorgeleend door de Providence dochtermaatschappijen (...) aan de Catalpa vennootschappen. (...) Er moet (...) worden gekeken of het wel in het belang is van de vennootschappen om de verplichtingen onder deze financiering aan te gaan. Hierbij is met name relevant om te beoordelen of de vennootschappen na het aangaan van deze verplichtingen nog wel in staat zijn om hun strategie (in Catalpa's geval dus het doen van acquisities) uit te kunnen voeren. Als de bestuurders van een vennootschap een dergelijke belangenafweging niet maken, dan lopen ze kans dat de [Ondernemingskamer] oordeelt dat er sprake was van wanbeleid (zoals bij PCM) en/of om aansprakelijk te worden gehouden door de vennootschap. Met het oog hierop hebben we in onze mark up van de Investment Agreement opgenomen dat de bestuurders van Catalpa - voordat ze besluiten dat de Catalpa vennootschappen een deel van de

acquisitie financiering op zich neemt - de belangen zorgvuldig zal afwegen en evt een financieel adviseur zal vragen om haar daarin bij te staan. (...) Het bovenstaande speelt niet zo bij 'gewone' werkkapitaal financiering, ik begrijp van Freshfields dat de herfinanciering op closing met name daarop zal zien dat de 'debt push down' (dus doorschuiven van de acquisitieschuld) pas later zal komen. (...) Mochten er toch verplichtingen onder de acquisitie financiering worden aangegaan, dan zou ik graag even met jullie overleggen over de evt inschakeling van een financieel adviseur."

2.17 Op 4 augustus 2010 heeft Freshfields de SFA en een concept van het op 21 juli 2010 door Deloitte in opdracht van Providence opgestelde *Tax Structure Report* aan A&O toegestuurd, waarin een structuur wordt voorgesteld met als doel de overname "belasting-efficiënt" te faciliteren. Hierin is de fiscale aftrekbaarheid van de op de Providence Lening te betalen rente (15% op jaarbasis, zie 2.13) verondersteld, onder de voorwaarde dat Bidco zou fuseren met Catalpa; die fusie wordt daarna ook uitgewerkt als onderdeel van de voorgestelde structuur onder het hoofdstuk *Post-acquisition structure*.

2.18 Op 5 augustus 2010 heeft A&O haar commentaar op de concept *Investment Agreement* dat zij aan Freshfields had geleverd aan het bestuur doorgestuurd. Met betrekking tot het doorschuiven van (een deel van) de acquisitieschulden van Bidco naar Catalpa (hierna: de *debt push down*) en de afweging door het bestuur van het belang van de vennootschap daarbij hield dat onder meer in dat haar eerdere commentaar ten onrechte niet was overgenomen in het aangepaste concept, dat er in het concept in strijd met de werkelijkheid is opgenomen dat er al een analyse was gemaakt waaruit blijkt dat de *debt push down* in het belang van de onderneming is en dat die tekst om die reden niet kan worden geaccepteerd:

"As explained in our earlier e-mail, we added wording into this clause to provide that before the Company assumes the burden of any debt or upstreams any dividends or other proceeds to service any debt at a higher level in the structure, the Management Board should conduct a corporate benefits analysis to decide whether entering into any such debt transaction is in the Company's best interests. This analysis should be done to mitigate against the risk of the Managers being held liable by the Company for improper discharge of duties. The wording we added included a right for the Management Board to engage financial advisors to carry out this analysis for the board (at the costs of the Company). The

wording we added is intended primarily to deal with the acquisition finance and the 'debt push down' to the Company that we understand will occur after completion under the SPA and signing of the investment agreement. Freshfields have amended this and applied the wording only to any future debt transaction. In addition, they have included an acknowledgement by the Managers that the corporate benefits analysis relating to the acquisition finance for this transaction has already been carried out and this analysis determined that acquiring this debt is indeed in the Company's best interest. This is not the case and the wording should be rejected."

2.19 Op 10 augustus 2010 heeft A&O het bestuur aldus geïnformeerd over het overleg tussen de advocaten betreffende de *debt push down*-belangenafweging door het bestuur:

"We hebben net niet uitgebreid over de issues gesproken, maar wel over de 'corporate benefit analysis'. [Freshfields] ging er vanuit dat deze voor closing zou zijn gemaakt. Ik heb aangegeven dat dit niet het geval is omdat er op closing alleen werkkapitaal herfinanciering plaatsvindt. Ik heb ook aangegeven dat mij het niet verstandig leek als Providence jullie nu gaat pushen om dit nog voor closing te doen, zeker omdat jullie niet eerder bij de financiering betrokken waren."

2.20 Op 11 augustus 2010 heeft A&O aan het bestuur gemaïld dat Freshfields heeft laten weten dat het bedoeling van Providence is dat Catalpa en Catalpa Kinderopvang B.V. op of 1 dag na *closing* toetreden als "Borrower" en "Guarantor" van de Bankfinanciering. De e-mail houdt verder in:

"Dat zou betekenen dat deze vennootschappen ook vanaf dat moment verplichtingen hebben onder de kredietfaciliteit. De documentatie gaat uit van binnen 60 dagen. (...) [Dit] lijkt (...) in tegenspraak op wat wij eerder van [Freshfields] begrepen. Vanuit het perspectief van de analyse die jullie als management willen maken, is dit wel een erg krappe timing, zeker gezien het feit dat jullie niet bij de onderhandeling van de kredietfaciliteit betrokken zijn geweest, jullie deze pas sinds kort hebben en de documentatie zelf wat meer ruimte laat."

2.21 Op 12 augustus 2010 heeft het bestuur financieel adviseur Nielen Schuman ingeschakeld voor advies over de haalbaarheid van de financiering van de overname. Al op 13 augustus 2010 rapporteerde Schuman zijn eerste bevindingen (het Nielen Schuman Rapport I) na een "high level analyse op de financieringsstructuur en de bijbehorende financiële covenants", ondanks "de beperkte tijd en de op onderdelen incomplete informatie". Per saldo is zijn eerste

indruk “dat de financiering redelijk conservatief is gestructureerd. De ruimte onder de covenants beoordeel ik als marktconform; de ruimte onder de DSCR zelfs boven marktconform. (...) In een scenario analyse moeten we de gevolgen van bepaalde downsides op de covenants op korte en lange termijn testen.”

2.22 Eveneens op 13 augustus 2010 heeft A&O het bestuur gemeld dat Providence in plaats van de verklaring dat het bestuur de *corporate interest* analyse reeds had gemaakt verlangde dat het bestuur een *comfort letter* afgaf, waarin het zou bevestigen dat het relevante informatie had ontvangen, dat het een financieel adviseur had geïnstrueerd om daarnaar te kijken en dat het bestuur op die basis bereid was om het bestuursbesluit te nemen met betrekking tot de financiering. Later die dag heeft A&O Freshfields laten weten dat het bestuur de *comfort letter* zou tekenen indien de raad van commissarissen dat bestuursbesluit zou bekrachtigen. Op dat moment had Catalpa geen raad van commissarissen, maar was wel duidelijk dat [G], [H] en [F] na *closing* die raad van commissarissen zouden vormen.

2.23 Op 13 augustus 2010 heeft Deloitte haar *Final Tax Structure Report* uitgebracht. Daarin wordt de financieringsstructuur van de overname beschreven en de fusie tussen Bidco en Catalpa na de overname en wordt gesteld dat de rente over de Bankfinanciering en de rente over de Providence Lening fiscaal aftrekbaar is.

2.24 Op 16 augustus 2010 in de ochtend heeft Schuman aan [C] en [A] het volgende gemaaild:

“Nog even een overweging voor de *closing* van vandaag. In het PCM dossier waren de onderzoekers van de ondernemingskamer erg gefocust op de aandeelhoudersleningen. Hoewel wij deze doorgaans als equity beschouwen (achtergesteld, non cash rente), waren de onderzoekers van mening dat het desalniettemin schuld betrof. Een idee zou kunnen zijn om een conversie mechanisme af te spreken waarbij de aandeelhoudersleningen in geval van financial distress omgezet kunnen worden naar equity. Ik realiseer me dat dit voor de *closing* van vandaag allemaal erg kort dag is maar gezien de uitspraak in PCM niet onbelangrijk. We zouden er ook voor kunnen kiezen om deze discussie te voeren op basis van de conclusies van de sensitivity analyse.”

2.25 Later op dezelfde dag hebben [C] en [A] de *Investment Agreement* ondertekend, op grond waarvan zij in persoon gingen participeren in de overname van Catalpa; beiden hebben deze overeenkomst ook namens Catalpa getekend. Daarnaast hebben zij de door Providence gevraagde *comfort letter* getekend met onder meer de volgende inhoud:

“We refer to the draft written resolution of the management board of Catalpa (...) and the Investment Agreement entered into between, inter alia, you and us today (...). We received certain information relating to the future financing of the Company, including a structure paper prepared by Deloitte LLP (the Structure Memorandum), the Senior Facilities Agreement and the Documents. (...) We appointed Nielen Schuman as financial advisors on 12 August 2010 to assist us in an analysis to determine whether the execution by us of the Board Resolution (and subsequently, the entering into by the Company of the Documents and the taking of any other further steps contemplated by the Board Resolution and the Structure Memorandum) is in the interests of the Company (the Analysis) as referred to in clause 14.4 of the Investment Agreement. This Analysis is still ongoing (...). Subject to due completion of the Analysis, we confirm that, based on (and in reliance on) the information received to date and the preliminary advice received from Nielen Schuman, we feel sufficiently comfortable that the Analysis will result in a positive outcome in terms of the interests of the Company and are therefore prepared to execute the Board Resolution today. This is also in reliance on the contemplated Supervisory Board members ratifying this Board Resolution upon their appointment as Supervisory Board members of the Company becoming effective.”

2.26 Diezelfde dag heeft Benca alle aandelen in het geplaatste kapitaal van Catalpa aan NCC geleverd tegen betaling van de koopprijs. [D] ontving € 7,5 miljoen voor zijn belang in Catalpa (zie 2.3). Ook is de bonusregeling van [C] en [A] (zie 2.4) geëffectueerd, resulterend in een uitkering van ruim € 1,8 miljoen bruto aan [C] en € 998.000 bruto aan [A]. Benca is teruggetreden als bestuurder van Catalpa en [C], [A] en [D] zijn tot bestuurders benoemd.

2.27 Eveneens op 16 augustus 2010 hebben [C] en [A] namens Catalpa het besluit genomen dat Catalpa toetreedt als hoofdelijk schuldenaar van de *Capex Facility* en de RCF en als verstrekker van zekerheden met betrekking tot de Bankfinanciering. Dit bestuursbesluit is dezelfde dag goedgekeurd door NCC, per die datum de nieuwe enig aandeelhouder van Catalpa. NCC heeft daarbij ieder bestuurslid aangewezen in de zin van het destijds geldende artikel 2:146 BW:

“to act as the Company's representative in respect of the entering into, the execution, delivery and performance by the Company of the Documents and the transactions contemplated thereby.”

2.28 Op 18 augustus 2010 zijn [F], [G] en [H] tot commissarissen van Catalpa benoemd. Dezelfde dag hebben zij het bestuursbesluit van 16 augustus 2010 tot het toetreden tot de Bankfinanciering bekrachtigd, waarbij zij hebben bevestigd dat zij die toetreding in het vennootschappelijk belang van Catalpa achtten. Zij hebben de raad van commissarissen van Catalpa gevormd tot 9 december 2010, vanaf 21 september 2010 samen met [D] en [E].

2.29 Nielen Schuman heeft op 1 september 2010 een nader concept van haar Bankfinanciering-analyse opgesteld, waarin als een van de aanbevelingen wordt genoemd:

“Seek additional comfort on the deductibility of the shareholder loan interest.”

In die conceptanalyse is verder onder meer in de inleiding opgenomen:

“The first step of the closing of the Transaction has taken place on the 16th of August 2010. (...) The second step of the closing will take place at a later stage and consist of, inter alia, a legal merger between NCC and Catalpa”,

onder *Shareholder Structure*:

“the shareholder loans (...) are pushed down via various holding companies to [NCC]” en onder Closing Step II: “We understand that this step consists of a legal merger between [NCC] and [Catalpa]”.

2.30 In het kader van de voorgenomen fusie tussen de nieuwe aandeelhouder NCC en Catalpa (zie 2.17) heeft de bestuurder op 3 september 2010 een tweede adviesaanvraag ingediend bij het CMO (hierna: Adviesaanvraag II). De adviesaanvraag, waarin de gevolgen van de *debt push down* niet aan de orde worden gesteld, houdt onder meer het volgende in:

“U heeft van ons een adviesaanvraag ontvangen in het kader van de Transactie (zoals daarin gedefinieerd) op 25 juni jl. (de Adviesaanvraag). Op 1 juli jl. heeft u daarover een positief advies uitgebracht. Zoals u weet is de overname van Catalpa door Providence via verkrijging door de door Providence opgerichte houdstermaatschappij NCC van de aandelen in Catalpa, op 16 augustus jl. afgerond.

Zoals aangegeven in de Adviesaanvraag, zijn voor de financiering van deze overname en de herfinanciering van voor de overname bestaande schulden, verschillende kredietfaciliteiten afgesloten. Het gaat om Term Loans ter hoogte van € 230 miljoen, een Revolving Credit Facility van € 10 miljoen en een Capital Expenditure Facility van € 40 miljoen. Voor een verdere toelichting verwijzen wij naar Bijlage 1 Financieringsstructuur bij de Adviesaanvraag.

In het licht van de verdere afronding van de financieringsstructuur die is afgesloten in het kader van de Transactie, is Catalpa nu

voornemens een juridische fusie aan te gaan met NCC, waarbij Catalpa de verdwijnende rechtspersoon zal zijn.

(...)

Redenen en motivering voor het voorgenomen besluit

Door de voorgenomen juridische fusie wordt bereikt dat de juridische structuur van Catalpa wordt vereenvoudigd: twee vennootschappen die op dit moment als holdingvennootschap opereren binnen de groep, worden teruggebracht tot één holdingvennootschap. Dit leidt tot lagere kosten en een meer overzichtelijke juridische structuur van de Catalpa groep.

Bovendien is de fusie een door de banken vereiste stap in verband met de optimale financieringsstructuur. Vanwege het feit dat het formeel voor Catalpa en haar dochtervennootschappen niet is toegestaan zekerheden te stellen of garanties af te geven om NCC in staat te stellen de aandelen in Catalpa's aandelenkapitaal te verwerven (financieel steunverbod), is ervoor gekozen om de acquisitiefinanciering aan te trekken op het niveau van NCC. NCC heeft op haar beurt een zogenaamde intercompany lening verstrekt aan Catalpa. Het doel van de voorgenomen juridische fusie tussen NCC en Catalpa is ervoor te zorgen dat de aandelen van Catalpa formeel verdwijnen en opgaan in NCC dat als overblijvende vennootschap het nieuwe hoofd van de Catalpa groep zal worden. Door het effectueren van de fusie zal het hiervoor geschetste verbod verdwijnen en wordt aangenomen dat de groepsmaatschappijen van Catalpa zekerheden kunnen stellen en garanties mogen afgeven onder de aangegeane financieringsstructuur.

Beschrijving van juridische fusie

Catalpa is een 100% dochtervennootschap van NCC. NCC is een zogenaamde 'lege' houdstermaatschappij waarin geen daadwerkelijke activiteiten zijn ondergebracht. De juridische fusie houdt in dat NCC van rechtswege het gehele vermogen van Catalpa verkrijgt.

(...)

Gevolgen werknemers

De voorgenomen juridische fusie betreft slechts de uitvoering van de in de Adviesaanvraag beschreven financieringsstructuur, waarover het CMO reeds heeft geadviseerd. De wijziging in de juridische structuur die het gevolg is van de juridische fusie, heeft geen gevolgen voor de werknemers, arbeidsvoorwaarden of de werknemersvertegenwoordiging binnen Catalpa. Het personeel dat momenteel in dienst is bij Catalpa gaat van rechtswege automatisch over naar en komt in dienst van NCC

(...)

Timing en vertrouwelijkheid

Nu het slechts gaat om de uitvoering van de reeds bij u bekende financieringsstructuur, verwachten wij dat het CMO op korte termijn een aanvullend advies kan uitbrengen over het voorgenomen besluit tot juridische fusie en de daarmee samenhangende uitvoeringshandelingen. (...)"

2.31 A&O heeft het bestuur op 14 september 2010 een concept bestuursmemorandum (hierna: het Bestuursmemorandum) gemaald waarin het verkoopproces, de overname door Providence en de daarmee gepaard gaande financiering door het bestuur wordt beschreven ten behoeve van de raad van commissarissen en waarin verslag wordt gedaan van de besluitvorming door het bestuur van Catalpa en de afweging die het bestuur heeft gemaakt met betrekking tot het vennootschappelijk belang van Catalpa. Hierin is over de aftrekbaarheid van de Providence Lening het volgende opgenomen:

"In the Structure Paper, as referred to by Nielen Schuman in its analysis, full deductibility of the interest on the shareholder loans is assumed. We understand from Allen & Overy that the interest on the shareholder loans is only deductible if the loans are provided by a fund/entity which is not "related" to TopCo. The Providence fund which provided the shareholder loans would be considered "related" to TopCo if it would hold a direct or indirect interest of at least 33.3% in TopCo. The Structure Paper states that "in the proposed structure the sponsor fund advancing the debt holds no shareholding in NCC Holdco I B.V. and none of the LP's of the sponsors funds are related parties or hold 33.3% or more in both funds". On the basis of this information from Deloitte (the tax adviser of Providence), which information neither we nor Allen & Overy have verified, we assume that the Providence fund which provided the shareholder loans is not related to TopCo and that therefore the interest on the shareholder loans should indeed be fully deductible. {Check Management: indien wij contact moeten opnemen met Deloitte om structuur van Providence te bespreken en te verifiëren, dan horen wij het graag.}"

2.32 Medio september 2010 is de finale versie van de Bankfinanciering-analyse afgerond (hierna: het Nielen Schuman Rapport II); de hiervoor in 2.29 opgenomen citaten uit het concept komen daarin terug. Verder wordt de impact van de aftrekbaarheid van de rente van de Providence Lening *considerate* en *material* genoemd, en aanbevolen "to seek additional comfort on this topic", omdat de ervaring leert dat "the tax authorities are very strict on the tax

deductibility of interest on loans provided by the shareholders." In dit rapport wordt verder onder meer geconcludeerd dat de rentelast van de Providence Lening in geval van tegenvallende resultaten mogelijk tot problemen zou leiden en om die reden wordt nogmaals (zie 2.24) aanbevolen om met Providence een mechanisme af te spreken, waardoor die lening onder voorwaarden zou kunnen worden omgezet in aandelenkapitaal. Het Nielen Schuman Rapport II is daarbij uitgegaan van een omvang van de Providence Lening van € 145 miljoen, terwijl die lening € 225 miljoen bedroeg (zie hierboven onder 2.13).

2.33 [E] en [D] zijn op 21 september 2010 tot de raad van commissarissen van Catalpa toegetreden; [D] is eerder die dag gedefungeerd als bestuurder.

2.34 Op 11 oktober 2010 heeft het CMO positief advies gegeven met betrekking tot het voorgenomen besluit zoals neergelegd in Adviesaanvraag II, waarbij het CMO onder meer het volgende heeft overwogen:

"Het is het CMO duidelijk geworden dat NCC als een [houdster]maatschappij zal gaan fungeren; een "lege" houdstermaatschappij waarin geen daadwerkelijke activiteiten zijn ondergebracht. Het CMO kan zich vinden in het feit dat er van twee holdingvennootschappen (NCC en Catalpa NV) naar één holdingvennootschap teruggegaan wordt en vindt dit een vereenvoudiging en kostenbesparende juridische structuur. Ook is het [het] CMO duidelijk geworden dat NCC alleen in deze structuur zekerheden kan stellen en garanties af kan geven om tot de optimale financieringsstructuur te komen. De banken eisen dit, formeel mogen Catalpa NV en haar dochtermaatschappijen dit niet doen."

2.35 Op 26 oktober 2010 hebben de besturen van Catalpa en NCC een door hen opgesteld fusievoorstel ondertekend; een dag later zijn de voor de fusie vereiste stukken bij het handelsregister gedeponneerd.

2.36 Op 3 november 2010 is [C] gedefungeerd en is [B] in haar plaats tot bestuurder van Catalpa benoemd.

2.37 Op 8 december 2010 is Catalpa als verdwijnende vennootschap gefuseerd met NCC als verkrijgende vennootschap. Als gevolg van de juridische fusie ging het gehele vermogen van Catalpa onder algemene titel over op NCC, waarvan de naam werd gewijzigd in Catalpa B.V. en, enkele dagen later, in Catalpa Holding B.V. De Providence Lening was als gevolg van de juridische fusie niet langer een schuld van de aandeelhouder van Catalpa, maar een schuld van de onderneming zelf.

2.38 Bij aandeelhoudersbesluit van 21 april 2011 is decharge verleend aan het bestuur en

de raad van commissarissen van NCC/Catalpa over het boekjaar 2010.

2.39 Op 16 mei 2011 is de naam van Catalpa Holding B.V. gewijzigd in Estro Groep.

2.40 Begin 2013 is de Providence Lening geheel omgezet in aandelenkapitaal.

2.41 Blijkens een aanslag vennootschapsbelasting over het jaar 2010, opgelegd in 2014, heeft de belastingdienst de aftrek van rente op de Providence Lening ten laste van het resultaat van de onderneming niet geaccepteerd.

2.42 Op 5 juli 2014 is de Estro Groep failliet verklaard met benoeming van de curator tot curator en van mr. N.A.J. Purcell tot rechter-commissaris. Op dat moment was de Estro Groep de grootste kinderopvangorganisatie in Nederland.

2.43 De opvolgend rechter-commissaris, mr. A.E. de Vos, heeft op 15 november 2018 de curator gemachtigd de onderhavige procedure te voeren.

3 De gronden van de beslissing

3.1 De curator heeft aan zijn verzoek ten grondslag gelegd dat er gegronde redenen zijn voor twijfel aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van Estro Groep met betrekking tot de verkoop van alle aandelen in Catalpa aan Providence in augustus 2010 en de daarop volgende fusie tussen Catalpa en NCC (hierna: de Transactie). Ter toelichting heeft hij – kort samengevat – het volgende naar voren gebracht:

a) De financieringsstructuur van de Transactie is in strijd met het *financial assistance* verbod van artikel 2:98c BW, omdat Catalpa het bankenconsortium zekerheden heeft verstrekt teneinde Bidco in staat te stellen de Bankfinanciering aan te trekken om daarmee de koopprijs te voldoen en zich bovendien naast Bidco hoofdelijk heeft verbonden tot terugbetaling van de Bankfinanciering.

b) Het bestuur van Catalpa heeft het CMO in het kader van de Transactie bij herhaling onvolledig en onjuist geïnformeerd over materiële onderdelen van de Transactie, terwijl het gellet op de overwegingen in de adviezen van het CMO bepaald niet ondenkbaar is dat het CMO anders had geadviseerd als het op de hoogte was gesteld van de daadwerkelijke acquisities en financieringsstructuur. In Adviesaanvraag I is het CMO ten onrechte voorgehouden dat Bidco de overname voor meer dan 50% van de totale overnamesom met eigen vermogen zou financieren (terwijl het aandeel eigen vermogen in werkelijkheid slechts 11% was) en het bestuur heeft onvermeld gelaten dat Catalpa na de overname met Bidco zou fuseren teneinde de rente over de Providence Lening af te kunnen trekken van het operationele resultaat, waardoor ook die lening op haar onderneming zou komen te drukken. In het adviestraject van

Adviesaanvraag II moet het voor het bestuur duidelijk zijn geweest dat het CMO uitging van een onjuiste voorstelling van zaken, maar het bestuur heeft het CMO daar desondanks niet op gewezen. Een correcte adviesaanvraag zou hebben ingehouden dat de financiering van de koopsom, inclusief de Providence Lening, door de fusie voornamelijk door de onderneming van Catalpa werd gedragen. In plaats daarvan presenteerde het bestuur de fusie als een formaliteit en was de beweegreden die het gaf aan het voorgenomen besluit onjuist.

c) Het bestuur van Catalpa heeft geen kenbare, laat staan een voldoende, afweging gemaakt van de voor- en nadelen van de Transactie, waaronder die van financiële aard, om tot een gedegen besluitvorming te komen, terwijl de Transactie Catalpa heeft opgezadeld met een aanzienlijke schuldenlast omdat de overname grotendeels met vreemd vermogen is gefinancierd. De totale financiële consequentie van de Transactie was dat de onderneming van Catalpa € 425 miljoen meer schuld kreeg te dragen. De financiële analyse van Nielen Schuman van 13 augustus 2010 (het Nielen Schuman Rapport I) vond plaats onder grote tijdsdruk en ging, evenals het tweede rapport (het Nielen Schuman Rapport II), uit van verkeerde informatie over de hoogte van de Providence Lening; het bestuur had zich niet op deze rapporten mogen verlaten. Het bestuur heeft er ook geen (blijk van)gegeven dat het gedetailleerde informatie over de Transactie heeft ingewonnen, zelfs niet toen het daarvoor meer tijd kreeg, namelijk in aanloop naar de voorgenomen fusie.

d) Ten gevolge van de persoonlijke financiële belangen van de bestuurders van Catalpa bij de Transactie was sprake van een onaanvaardbare belangenverstremgeling. Het bestuur heeft daarbij onvoldoende zorgvuldigheid betracht.

e) De raad van commissarissen van Catalpa heeft onvoldoende toezicht gehouden op het bestuur in het kader van de tweede fase van de Transactie. Ook met betrekking tot de raad van commissarissen was er een onaanvaardbare belangenverstremgeling: [H], [G] en [F] waren allen gelieerd aan Providence. Hoe zij twee dagen na hun aanstelling zijn gekomen tot de bekrachtiging van het bestuursbesluit om toe te treden tot de Bankfinanciering (zie 2.28), waarbij zij hebben bevestigd dat zij die toetreding in het vennootschappelijk belang van Catalpa achtten, is onduidelijk. Van een zorgvuldige afweging is daarbij niet gebleken. Ten tijde van het aangaan van de fusie van Catalpa en NCC was de raad van commissarissen uitgebreid met [D] en [E]. Van een inhoudelijke toets door de raad van commissarissen van het voorgenomen besluit te fuseren is evenmin gebleken.

3.2 Daar tegenover hebben [J], de Providence commissarissen en Van Gessel ie-

der gemotiveerd verweer gevoerd. De Ondernemingskamer zal hieronder waar nodig op dit verweer ingaan.

Rechtsverwerking?

3.3 [J] stellen zich allereerst op het standpunt dat de curator zijn recht een enquête te verzoeken heeft verwerkt. Zij achten het onaanvaardbaar dat de curator dit verzoek vier-en-een-half jaar na de faillietverklaring van Estro Groep heeft ingediend, terwijl hij bij het bestuur en de raad van commissarissen het gerechtvaardigde vertrouwen heeft gewekt dat hij dat niet meer zou doen. Bovendien wordt hun positie onredelijk benadeeld indien de curator het enquêterecht alsnog zou mogen uitoefenen.

3.4 De Ondernemingskamer overweegt als volgt. Voor het aannemen van rechtsverwerking ten aanzien van de bevoegdheid een enquête te verzoeken gelden de normale maatstaven voor rechtsverwerking. Om rechtsverwerking te kunnen aannemen is nodig dat de curator zich heeft gedragen op een wijze die naar maatstaven van redelijkheid en billijkheid onverenigbaar is met het vervolgens geldend maken van zijn enquêtebevoegdheid en naar vaste rechtspraak is enkel tijdsverloop daarvoor onvoldoende (zie HR 11 november 2016, ECLI:NL:HR:2016:2574). De omstandigheden dat de curator aanvankelijk, enkele maanden na het faillissement, te kennen had gegeven dat hij overwoog een enquêteprocedure te entameren, daarna eerst zelf een oorzakenonderzoek heeft verricht, bijna drie jaar lang in de contacten met het bestuur de mogelijkheid van een enquête niet meer heeft genoemd en vervolgens, nadat hij in een telefoongesprek met een van de advocaten van [J] zijn voornemen een enquête te verzoeken had geuit, weer zestien maanden in dat opzicht stil heeft gezeten, maken – zeker in een omvangrijk faillissement zoals dat van Estro Groep – niet dat de curator zijn recht een enquête te verzoeken heeft verwerkt. Dat geldt ook indien daarbij wordt betrokken dat de curator “in een ultieme poging” partijen heeft gevraagd alsnog aanvullende relevante informatie rondom de overname te verstrekken, hetgeen zij volgens [J] hebben gedaan. De curator heeft onderbouwd betoogd dat er ook met inachtneming van die laatste overlegde documenten nog geen openheid van zaken bestaat met betrekking tot het beleid en de gang van zaken rond de overname van Catalpa. Zo ontbreken bijvoorbeeld nog altijd de notulen van bestuursvergaderingen, onderliggende correspondentie en andere interne stukken. Het feit dat door tijdsverloop herinneringen vervagen is van belang bij de waardering van hetgeen betrokkenen tijdens het onderzoek verklaren, maar brengt niet mee dat het verzoek zou moeten

worden afgewezen omdat de betrokkenen onevenredig in hun positie zouden worden benadeeld. Het besluitvormingsproces van een overname van de onderhavige omvang tussen professionele private equity investeerders is bovendien naar zijn aard in het algemeen vastgelegd in memoranda, notulen, e-mails en rapporten. Op het door [J] gestelde omtrent de belangenafweging en het gebrek aan belang van de curator bij een enquête komt de Ondernemingskamer hierna in 3.18 terug.

Schending van artikel 2:98c BW (3.1 a)?

3.5 Inhoudelijk hebben [J] allereerst aangevoerd dat de Transactie geen schending van artikel 2:98c BW oplevert. Catalpa heeft zich op 16 augustus 2010 enkel als *Additional Borrower* (hoofdelijk schuldenaar) verbonden aan de *Capex Facility* en de RCF (artikel 31.2 SFA), kredietfaciliteiten die beide niet zijn aangewend ter financiering van de overnamesom. Catalpa verbond zich dus niet als hoofdelijk schuldenaar tot Facility B van € 230 miljoen, zijde de faciliteiten die NCC grotendeels heeft aangewend voor de financiering van de overnamesom. Ook ziet de curator over het hoofd dat Catalpa op 16 augustus 2010 weliswaar als *Additional Guarantor* (borg en zekerheidsverstrekker) tot de gehele SFA toetrad, maar dat de SFA *carve outs* bevatte teneinde te voorkomen dat Catalpa met deze toetreding het financieel steunverbod zou schenden.

3.6 De curator heeft het aanvankelijk door hem ingenomen standpunt dat Catalpa zich op 16 augustus 2010 als hoofdelijk schuldenaar voor de *gehele* SFA heeft verbonden ter zitting verlaten, maar hij heeft de conclusie gehandhaafd dat Catalpa het verbod van financiële steunverlening heeft geschonden. De Ondernemingskamer oordeelt hieromtrent als volgt. Het bestuur heeft zich over de juridische aspecten van de voorgenomen financieringsconstructie laten adviseren door advocaten van A&O. De adviseurs hebben gemeend dat de voorgenomen constructie niet in strijd was met het verbod als verwoord in artikel 2:98c BW. Hoewel niet valt uit te sluiten dat de totale financieringsconstructie zodanig op gespannen voet staat met de ratio van deze verbodsbepaling dat in rechte zou kunnen worden geoordeeld dat zij ongeoorloofde financiële steunverlening in de zin van 2:98c BW inhoudt, levert het feit dat het bestuur Catalpa als hoofdelijk schuldenaar heeft laten toetreden tot de *Capex Facility* en de RCF en tot borg en verstrekkers van zekerheden tot de gehele SFA – waarin specifieke *carve outs* waren opgenomen – op zichzelf geen gegronde reden op om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken te twijfelen, nu het bestuur is afgegaan op het advies van de met het oog daarop ingeschakelde

deskundigen dat het onderhavige bestuursbesluit niet in strijd was met artikel 2:98c BW.

De medezeggenschapstrajecten (3.1 b)

3.7 [J] hebben voorts aangevoerd dat het bestuur het CMO in het kader van beide adviesaanvragen volledig en juist heeft geïnformeerd over de voorgenomen besluiten. Nu het in de lijn der verwachting lag dat Providence na de overname een *push down* van de acquisitiefinanciering zou willen uitvoeren door middel van een fusie of een herfinanciering heeft het bestuur in Adviesaanvraag I alvast aangekondigd dat mogelijk op enig moment de juridische structuur van Catalpa aangepast zou moeten worden in verband met de nieuwe financieringsstructuur. Het bestuur was er ten tijde van Adviesaanvraag I niet mee bekend dat een deel van de overname zou worden gefinancierd met de Providence Lening, dit werd pas na ontvangst van het concept *Funds Flow Statement* en het concept *Tax Structure Report* bekend. Dat daags voor de overname duidelijk werd dat Providence de *debt push down* van de acquisitiefinanciering na de overname wilde bewerkstelligen door middel van een fusie, brengt ook niet met zich dat het bestuur het CMO hier nog voorafgaand aan de overname over had moeten informeren, omdat Adviesaanvraag I daar geen betrekking op had. Op 1 september 2010 heeft het bestuur tezamen met A&O met de voorzitter en de vicevoorzitter van het CMO in het kader van Adviesaanvraag II gesproken over de voorgenomen fusie. Tijdens dit overleg heeft het bestuur het CMO gewezen op de gevolgen van de fusie voor de onderneming van Catalpa en er op gewezen dat ten gevolge van de fusie alle lasten uit hoofde van de SFA en de Providence Lening op de onderneming van Catalpa zouden komen te rusten, aldus [J]. Ook daarna zijn er nog drie bijeenkomsten met het voltallige CMO dan wel een afvaardiging daarvan geweest om de gevolgen van de fusie te bespreken, waarbij het CMO werd bijgestaan door Gortemaker.

3.8 Met betrekking tot de informatievoorziening aan het CMO door Catalpa overweegt de Ondernemingskamer als volgt. Uitgangspunt is dat een adviesaanvraag de essentie van het voorgenomen besluit moet bevatten, evenals de beweegredenen van het bestuur daartoe en een juiste omschrijving van de te verwachten gevolgen daarvan. Het is de verantwoordelijkheid van de bestuurder dat het medezeggenschapsorgaan in het kader van een adviestraject juist en volledig wordt voorgelicht. Die voorlichting is naar het oordeel van de Ondernemingskamer bij beide adviesaanvragen minst genomen onvolledig geweest. In het verweerschrift hebben [J] gesteld dat het van meet af aan in de lijn der verwachting lag dat Providence na de overname een *push down*

van de acquisitiefinanciering zou willen uitvoeren door middel van een fusie of een herfinanciering. Die verwachting van een *debt push down* is een essentieel element in het kader van de beoordeling door het CMO van de voorgenomen overname en de gevolgen daarvan voor de onderneming en ontbreekt ten onrechte in beide adviesaanvragen. Ter zitting hebben bestuurders, afwijkend van de inhoud van het verweerschrift, verklaard dat het voor hen van aanvang af duidelijk was dat het de bedoeling was dat de bancaire lening die NCC zou aangaan ter financiering van de overname van de aandelen van Benca en de Providence Lening beide zouden komen te drukken op de doelvennootschap Catalpa zelf. Wat daar verder ook van zij, in elk geval hadden zij op 30 juli 2010, weliswaar na indiening van Adviesaanvraag I, maar nog ruim voor de overname, de informatie dat NCC de Providence Lening zou gebruiken om de overnamesom te betalen en dat NCC en Catalpa zouden fuseren (zie 2.15) aan het CMO behoren voor te leggen op een wijze die recht zou hebben gedaan aan een inhoudelijk ordentelijk verloop van de medezeggenschap met betrekking tot de Transactie. Die informatie bleek ook uit het *Tax Structure Report* van Deloitte, waar het bestuur op 4 augustus 2010 een concept van heeft kregen. Ook toen had het CMO door het bestuur nog kunnen en moeten worden voorzien van die informatie en worden voorgelicht over de strekking daarvan, te weten dat Catalpa wordt belast met een schuld ter grootte van de door Providence verschuldigde koopsom van de aandelen. Dat in het kader van Adviesaanvraag I (namelijk bij de beantwoording door Providence van vragen van het CMO daarover) wordt gesproken over financiering van de overname met meer dan 50% eigen vermogen geeft daarom een onjuist en onvolledig beeld, waardoor het CMO mogelijk op het verkeerde been is gezet. Ten onrechte blijkt hieruit niet dat uiteindelijk zowel de bancaire financiering als ook de Providence Lening een schuld van Catalpa zelf zouden worden. Dit aspect – de financiering van de overname en de eventuele gevolgen voor de onderneming daarvan – was echter zo wezenlijk dat dit aan het CMO duidelijk had moeten worden gemaakt met het oog op het verwezenlijken van medezeggenschap. De daarop gerichte vraag van het CMO (zie 2.10, vraag 5) is onjuist beantwoord. De curator heeft een verklaring van de door het CMO geraadpleegde adviseur Gortemaker in het geding gebracht, waarin hij met verwijzing naar een *handout* van een in het kader van Adviesaanvraag I door Providence gegeven presentatie heeft verklaard dat een *debt push down* tijdens die presentatie niet ter sprake is gekomen, en Providence weliswaar niet in detail is ingegaan op de financieringsstructuur, maar toen wel heeft weergegeven dat de overname

voor meer dan 50% met eigen vermogen zou worden gefinancierd. Het CMO heeft op basis van die – onjuiste – veronderstelling een positief advies gegeven. Nu vaststaat dat het bestuur in elk geval ruim voor de tenuitvoerlegging van het voorgenomen besluit wist dat het positieve advies van het CMO van 1 juli 2010 gebaseerd was op onjuiste informatie, had het op zijn weg gelegen het CMO op zodanige wijze bij de advisering over de Transactie te betrekken, dat de medezeggenschapsrechten van het CMO zouden zijn gerespecteerd. Dat heeft het bestuur, naar thans moet worden aangenomen, ten onrechte nagelaten.

3.9 Ook in Adviesaanvraag II en het daarop volgende traject heeft het bestuur een en ander niet rechtgezet en daarmee de medezeggenschapsrechten van het CMO geschonden. Ook in die aanvraag ontbreekt een essentieel element van het betreffende voorgenomen besluit. De essentie van de fusie was het realiseren van de (van aanvang af door Providence voorgenomen en bij Catalpa bekende) *debt push down* en niet “vereenvoudiging van de juridische structuur”, zoals Catalpa in Adviesaanvraag II aan het CMO voorspiegelde. De *debt push down* door middel van de fusie bewerkstelligde dat zowel de bancaire financiering (in het bijzonder met betrekking tot Facility A en Facility B van de SFA (zie 2.13), tezamen € 230 miljoen, want Catalpa was al op 16 augustus 2010 toetreden tot de *Capex Facility* van € 40 miljoen en de RCF van € 10 miljoen) als de Providence Lening ten bedrage van € 225 miljoen met een rentepercentage van 15% per jaar als een schuld van Catalpa werd geconstrueerd. In Adviesaanvraag II is dat echter ten onrechte niet eenduidig opgenomen (zie 2.30). Lagere kosten ten gevolge van de fusie van NCC met Catalpa en vereenvoudiging van de juridische structuur worden genoemd als redenen van het voorgenomen besluit. Waar uitgebreid vermeld staat hoe de overname gefinancierd was, ontbreekt het bedrag van € 225 miljoen zijnde de Providence Lening, die als gevolg van de fusie een schuld van Catalpa zou worden en die tezamen met de overige leningen zou leiden tot een totale schuld van ruim € 500 miljoen. Een verwijzing naar bijlagen waaruit het CMO dit wellicht had kunnen opmaken volstaat in dit verband niet, gelet op de verplichting van Catalpa om in de adviesaanvraag de beweegredenen van het voorgenomen besluit op correcte wijze toe te lichten. Gortemaker heeft verklaard dat deze aandeelhouderslening ook tijdens de bespreking die hij in het kader van Adviesaanvraag II (deels) heeft bijgewoond in het geheel niet aan de orde is geweest. Over de verwachting dat de rentelasten van 15% per jaar, zonder dat die rente werd betaald, fiscaal aftrekbaar zouden zijn, valt evenmin iets terug te vinden in het

adviestraject. Had men het CMO correct voor- gelicht dat die aftrekbaarheid slechts werd ver- ondersteld (zie hierna ook 3.12) en was toege- licht wat de consequenties zouden zijn als die verwachting niet zou zijn uitgekomen, dan wa- ren daarover allicht kritische vragen gesteld. Ook is in Adviesaanvraag II geen aandacht be- steed aan het snel oplopen van de schuld uit hoofde van de Providence Lening als gevolg van de zeer hoge rente die jaarlijks zou worden toegevoegd aan de hoofdsom en de gevolgen daarvan voor Catalpa. Daarbij speelt een rol dat Catalpa weliswaar verwachtte dat Providence in moeilijke tijden bereid zou zijn tot een con- versie, maar dat daarover geen zekerheid was verkregen. De Ondernemingskamer is van oor- deel dat door de gebrekkige informatievoor- ziening aan het CMO in het kader van de twee ad- viesaanvragen de medezeggenschapsrechten van het CMO onvoldoende lijken te zijn geres- pecteerd. Dit levert een gegronde reden op voor twijfel aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van Catalpa.

De afwegingen van het bestuur (3.1 c)
3.10 [J] hebben aangevoerd dat het bestuur op zorgvuldige wijze tot zijn besluitvorming is gekomen en daarbij enkel in het belang van Catalpa en het bestendige succes van haar onder- neming heeft gehandeld, gegeven het feit dat Bencis de door Benca gehouden aandelen wilde verkopen. Het bestuur heeft zich daarbij laten bijstaan door diverse adviseurs die naar voren hebben gebracht zowel uit juridisch als uit financieel oogpunt geen onaanvaardbare ri- sico's in de documentatie te hebben aangetrof- fen.

3.11 De Ondernemingskamer overweegt daaromtrent als volgt. Het bestuur dient bij een transactie als de onderhavige vooraf een evenwichtige analyse te maken van de voor- en nadelen van het voorgenomen besluit. Daartoe is een goed doorwerkte, onafhankelijke rap- portage geïndiceerd, die hier ontbreekt; A&O heeft niet alleen het bestuur geadviseerd, maar ook verkoper Bencis/Benca. De onder grote tijdsdruk tot stand gekomen *high level analyse* in het Nielen Schuman Rapport I – reeds een dag na de opdracht op schrift gesteld, slechts drie dagen voor *closing* – ging uit van “*op onderdelen incomplete informatie*” (zie 2.21) en deels van onjuiste informatie (de Providence Lening was ruim twee keer groot als veronder- steld werd door Nielen Schuman, zie 2.32) en is om die redenen niet evenwichtig te noemen. Toch heeft het bestuur mede op basis van dat rapport het besluit van 16 augustus 2010 genom- en – wetende dat die analyse door Nielen Schuman “*still ongoing*” was (zie 2.25) – met als gevolg dat de aandelen Catalpa konden worden geleverd aan NCC. De woorden “*subject to due completion of the analysis*” in de *comfort letter*

zijn daarmee zinledig, omdat het bestuur dat besluit niet meer kon terugdraaien als de finale analyse van Nielen Schuman toch tot een andere conclusie zou strekken. Ook kan het bestuur zich in de uitoefening van zijn bestuurstaak uit de aard der zaak niet verschuilen achter het bedongen voorbehoud van bekrachtiging van zijn besluit door de ná *closing* in te stellen raad van commissarissen. Onvoldoende is voorts de enkele vaststelling dat de lasten voor de onderneming volgens de deskundigen juridisch geoorloofd en financieel op te brengen zouden zijn. Ook ter zitting is onduidelijk gebleven welke *voordelen* de transactie met de gehanteerde financieringsconstructie – de onderneming wordt verkocht maar krijgt vervolgens zelf een molensteen om de nek gehangen in de vorm van een schuld van € 500 miljoen – voor de onderneming had, dan wel welk belang van de onderneming van Catalpa met die constructie was gediend. Ter zitting hebben de bestuursleden verklaard dat hun van meet af aan duidelijk was dat de overnamesom in zijn geheel een schuld voor de onderneming zou worden. De (niet financiële) argumenten die volgens het bestuur daartegenover stonden om desondanks op de gekozen wijze te bewilligen in de overname zijn niet gesubstantieerd. In het Bestuursmemorandum (zie 2.31) staat dat de ervaring van Providence in de onderwijssector een belangrijke factor is die een duidelijk toegevoegde waarde heeft voor Catalpa. Wat daarmee precies wordt bedoeld is onduidelijk. Niet gebleken is dat Catalpa voorafgaand aan het besluit enig plan heeft gemaakt gericht op het realiseren van die meerwaarde of een begroting heeft gemaakt van de veronderstelde toegevoegde waarde, laat staan dat het bestuur een daadwerkelijke afweging heeft gemaakt tussen die toegevoegde waarde en de evidente nadelen van de *debt push down*. Het heeft er alle schijn van dat het bestuur geen gedegen, integrale afweging van alle betrokken belangen bij de aan de overname onlosmakelijk verbonden financieringsconstructie heeft gemaakt, hetgeen wel zijn taak was.

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

door een ander Providence fonds dan het fonds dat de aandelen in de Nederlandse tophoudster hield. Of de leninggever van de Providence Lening wel of niet "gelieerd" was aan Bidco, kon A&O zonder nadere informatie echter niet beoordelen. Daar is die analyse blijven steken, zo blijkt uit het Bestuursmemorandum: "*information neither we nor Allen & Overy have verified*" (zie 2.31). Er is ook bijvoorbeeld geen garantie verstrekt door de aandeelhouder voor het geval de rente niet aftrekbaar zou blijken te zijn, een risico dat, naar later bleek, geenszins slechts denkbeeldig was (zie 2.42).

3.13 De conclusie is dat ook het besluitvormingsproces van het bestuur rond de overname en de fusie een gegronde reden oplevert om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken te twijfelen.

Belangenverstrengeling en het toezicht op het bestuur (3.1 d en 3.1 e)

3.14 [J] hebben aangevoerd dat de belangen van het bestuur en van Catalpa parallel liepen en dat het bestuur zorgvuldig is omgegaan met eventueel tegenstrijdige belangen, onder meer door zoveel mogelijk openheid te betrachten. Zij menen verder dat de raad van commissarissen zijn toezichthoudende taak zorgvuldig heeft vervuld. De commissarissen waren nauw betrokken bij de voorbereiding van de fusie en hebben, onder meer op basis van het Bestuursmemorandum, geoordeeld dat Catalpa de financieringslasten die als gevolg van de voorgestelde fusie op haar zou komen te drukken kon dragen. Ook de Providence commissarissen hebben aangevoerd dat zij hun taak zorgvuldig hebben uitgeoefend. Er waren analyses van verschillende experts waaruit kon worden geconcludeerd dat de toetreding tot de financiering in het kader van de overname in het belang van het bestendige succes van de onderneming was. De Providence commissarissen waren uit andere hoofde al geruime tijd intensief betrokken bij de voorbereiding van de overname en hadden goed inzicht in de analyses en in de onderneming van Catalpa. Om die reden waren zij in staat reeds op 18 augustus 2010 het bestuursbesluit te bekrachtigen. De fusie ten slotte was naar hun oordeel eveneens verantwoord en in het belang van de onderneming.

3.15 De Ondernemingskamer overweegt als volgt. [A] en [C] hadden een evident persoonlijk belang bij het slagen van de overname, gezien de bonusafspraken die met hen waren gemaakt; [D] zou met zijn 2,2%-belang eveneens van de overname profiteren. Uit de administratie van de Estro Groep volgt volgens de curator dat [D] circa € 7,5 miljoen heeft ontvangen voor zijn certificaten van aandelen in Catalpa. Bij [A] en [C] ging het om minder grote bedragen, maar ook hun persoonlijke belangen bij de

overname waren zodanig substantieel dat betwijfeld kan worden of zij zich uitsluitend door het vennootschappelijke belang hebben laten leiden bij de keuzes die zij hebben gemaakt; die twijfel wordt gevoerd door het hiervoor besproken ontbreken van een zorgvuldige afweging door het bestuur van de voor Catalpa en haar onderneming betrokken belangen bij de overname door Providence en de daarmee gepaard gaande *debt push down* (3.11-3.12). Uit hetgeen is overwogen over de informatieverstrekking door het bestuur aan het CMO volgt dat het bestuur zich niet heeft ingespannen om het CMO oprecht te informeren. De manier waarop het bestuur is omgegaan met de wederzijdse belangen levert daarom eveneens een gegronde reden op te twifelen aan een juist beleid en een juiste gang van zaken. Het feit dat de nieuwe aandeelhouder NCC het bestuur voor het besluit van 16 augustus 2010 had aangewezen als vertegenwoordiger van Catalpa in de zin van het destijds geldende artikel 2:146 BW maakt dat niet anders, gelet op het feit dat het bestuur op grond van artikel 2:8 BW gehouden was tot zorgvuldige en transparante besluitvorming.

3.16 De voorwaarde die het bestuur had gesteld dat de raad van commissarissen het besluit moest bekrachtigen had – ook in dit kader – geen reële betekenis als waarborg voor zorgvuldige besluitvorming. De raad van commissarissen is pas op 16 augustus 2010, direct na de overname, geïnstalleerd. Gelet op zijn samenstelling ten tijde van zijn bekrachtiging van 18 augustus 2010 (op dat moment volledig afkomstig van Providence, als koper belanghebbende bij de overname) is hij met betrekking tot die bekrachtiging niet overwegend onafhankelijk te noemen. De vraag rijst of de raad van commissarissen in deze samenstelling het bestuursbesluit voldoende getoetst heeft aan de hand van het belang van de onderneming en of het bestuur zorgvuldige toetsing mocht verwachten. Ten aanzien de goedkeuring van het fusiebesluit is evenmin gebleken van een zorgvuldige afweging door de raad van commissarissen van de voor- en nadelen van de fusie, terwijl de financiële gevolgen ervan voor de onderneming aanzienlijk waren. Hij mocht niet enkel afgaan op het Bestuursmemorandum, waarin bijvoorbeeld de fiscale aftrekbaarheid van de rente over de Providence Lening werd verondersteld, bij gebreke van eigen onderzoek daarnaar. Ook dit een en ander vormt een gegronde reden tot twijfel.

Slotson

3.17 Uit hetgeen hierboven is overwogen met betrekking tot 3.1 b tot en met 3.1 e, volgt dat er gegronde redenen zijn om te twifelen aan een juist beleid en een juiste gang van za-

ken van Estro Groep, die een onderzoek rechtvaardigen.

3.18 Een afweging van belangen maakt dat niet anders, gezien het volgende. In het onderhavige geval bestaat een algemeen maatschappelijk belang bij openheid van zaken dat de curator tot het zijne mag rekenen. Catalpa was de grootste onderneming in Nederland in de kinderopvang, een branche die in hoge mate met publiek geld wordt gefinancierd via de kinderopvangtoeslag. Het faillissement van Estro Groep heeft een aanzienlijke maatschappelijk impact gehad. De curator heeft beargumenteed naar voren gebracht dat een enquête in het belang van de boedel is, onder meer omdat kan worden vastgesteld over welke informatie het bestuur op de verschillende momenten in het transactieproces beschikte – en waarover de curator niet volledig meent te beschikken – en welke afwegingen het bestuur aan zijn medewerking aan de Transactie ten grondslag heeft gelegd. De rechter-commissaris in het faillissement heeft de curator de benodigde machtiging verleend tot het instellen van het onderhavige verzoek. Tot slot neemt de Ondernemingskamer in aanmerking dat het te gelasten onderzoek ziet op een beperkte periode. Het belang van de vennootschap bij het uitblijven van een enquête is daarentegen afwezig, nu de vennootschap in staat van faillissement verkeert. Niet valt in te zien dat gerechtvaardigde belangen van de belanghebbenden in de weg staan aan het gelasten van de enquête. Op hen rust ingevolge artikel 2:351 lid 1 de wettelijke plicht mee te werken aan het verkrijgen van openheid van zaken door tijdens het onderzoek desgevraagd alle relevante inlichtingen te verschaffen.

3.19 Uit het voorgaande volgt dat ook het verweer dat de curator misbruik van recht maakt faalt.

3.20 De Ondernemingskamer zal een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van Estro Groep vanaf 1 januari 2009 tot 9 december 2010 bevelen. Zij zal de kosten van het onderzoek ten laste brengen van de faillissementsboedel van Estro Groep.

3.21 De Ondernemingskamer zal het bedrag dat het onderzoek ten hoogste mag kosten niet aanstonds vaststellen. De Ondernemingskamer zal de te benoemen onderzoekers vragen om binnen twee maanden na de datum van de beschikking waarin de onderzoekers worden aangewezen een plan van aanpak en een begroting van de kosten van het onderzoek te maken en deze aan de Ondernemingskamer toe te zenden. De Ondernemingskamer zal partijen in de gelegenheid stellen zich uit te laten over die begroting en vervolgens het bedrag vaststellen dat het onderzoek ten hoogste mag kosten.

3.22 De Ondernemingskamer zal [J] en de Providence commissarissen als de overwegen- de in het ongelijk gestelde partijen, hoofdelijk veroordelen in de kosten van het geding.

4 De beslissing

De Ondernemingskamer:

beveelt een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van Catalpa N.V. over de perio- de vanaf 1 januari 2009 tot 9 december 2010;

benoemt twee nader aan te wijzen en aan partijen bekend te maken personen teneinde het onderzoek te verrichten;

houdt in verband met het bepaalde in rechtsoverweging 3.21 de vaststelling van het bedrag dat het onderzoek ten hoogste mag kosten aan;

bepaalt dat de kosten van het onderzoek ten laste komen van de faillissementsboedel van Estro Groep B.V. en dat de curator voor de betaling daarvan ten genoegen van de onder- zoeker voor de aanvang van diens werkzaam- heden zekerheid dient te stellen;

benoemt mr. A.J. Wolfs tot raadsheer-com- missaris, zoals bedoeld in artikel 2:350 lid 4 BW;

veroordeelt [J] en de Providence commissarissen hoofdelijk in de kosten van het geding, tot op heden aan de zijde van de curator be- groot op € 3.963.

verklaart deze beschikking uitvoerbaar bij voorraad;

wijst af hetgeen meer of anders is verzocht.

Deze beschikking is gegeven door mr. G.C. Makkink, voorzitter, mr. A.M.L. Broekhuijsen- Molenaar en mr. A.J. Wolfs, raadsheren, en dr. P.M. Verboom en drs. C. Smits-Nusteling RC, rad- en, in tegenwoordigheid van mr. S.M. Govers, griffier, en in het openbaar uitgesproken door mr. A.J. Wolfs op 10 december 2019.

RO 2020/2

HOF AMSTERDAM

22 oktober 2019, nr. 200.248.181/01

(Mrs. M.P. van Achterberg, J.M. de Jongh, C.M. Stokkermans)

Art. 2:9 BW

JONDR 2019/1301

ECLI:NL:GHAMS:2019:3820

Bestuurdersaansprakelijkheid. Reikwijdte decharge. Vereniging.

Vallen de aan de bestuurder verweten ge- dragingen onder de kwijting die aan de be- stuurder is verleend? (Bouwvereniging Woonmeij (voorheen Huis en Erf)

X (geïntimeerde) was van 2006 tot en met 2011 enig statutair bestuurder van *Bouwvereniging Woonmeij*, destijds genaamd *Bouwvereniging Huis & Erf*, een woningcorporatie die wooneen- heden exploiteert. In juni 2010 gaat X namens *Huis & Erf* een overeenkomst aan met *Brinvast* tot de bouw en levering van appartementen en commerciële ruimten (*Project Vicaris* project). Onder meer over *Project Vicaris* ontstaat een conflict tussen de RvT en X en bovendien wordt een forensisch onderzoek naar X ingesteld. De leden van *Huis & Erf* worden in een extra algeme- ne vergadering van december 2010 geïnformeerd over de resultaten van het forensisch onderzoek. Mede naar aanleiding van dit onderzoek wordt in februari 2011 de arbeidsovereenkomst met X door de rechter ontbonden. In de algemene le- denvergadering van april 2011 uiten de leden van de RvT hun zorgen om *Project Vicaris* en lichten zij het conflict dat zij hadden met X toe. De situatie wordt ook uitgebreid beschreven in het jaarverslag 2010. Tijdens de algemene verga- dering van juni 2011 worden de jaarrekening en het jaarverslag over het boekjaar 2010 door de leden goedgekeurd en wordt besloten om aan de statutair bestuurder en de RvT decharge te verle- nen op basis van de stukken die aan de algemene vergadering zijn overlegd.

In november 2015 stelt *Huis & Erf* X in een brief persoonlijk aansprakelijk voor de door *Huis & Erf* op *Project Vicaris* geleden en nog te lijden schade die 'in de miljoenen' loopt. *Huis & Erf* vord- ert in eerste aanleg bij de rechtbank dat deze (1) voor recht verklaart dat X op grond van art. 2:9 BW en/of art. 6:162 BW aansprakelijk is voor de door *Huis & Erf* geleden en nog te lijden schade als gevolg van zijn handelwijze als be- stuurder met betrekking tot het *Vicaris* project en (2) X veroordeelt tot betaling van de schade. Aan haar vordering legt *Huis & Erf* ten grondslag dat X de *Overeenkomst* is aangegaan (i) zonder de vereiste toestemming van de RvT; (ii) zonder financiering; (iii) zonder sluitende business case en (iv) zonder voorafgaand ook maar een huur- of verkoopovereenkomst met betrekking tot de te ontwikkelen woningen en commerciële ruimten te hebben gesloten.

Rb.: De rechtbank wijst de vordering uit hoof- de van art. 2:9 BW af omdat de algemene verga- dering X decharge heeft verleend en volledig be- kend was met de handelwijze van X inzake *Project Vicaris*. Gelet op de afwijzing van de vor- dering uit art. 2:9 BW bestaat geen aanleiding de vordering uit hoofde van onrechtmatige daad toe te wijzen. Naar het oordeel van de rechtbank is met decharge afstand gedaan van elk recht om X aan te spreken op zijn vermeend onbehoorlijke taakvervulling.

Hof: Het hof bekrachtigt het vonnis van de rechtbank.

Door middel van het jaarverslag is de alge- mene vergadering geïnformeerd over het conflict