



Universiteit  
Leiden  
The Netherlands

## **Normering van private equity door de rechter: de ondernemingskamer en de procureur-generaal bij de Hoge Raad over Catalpa**

Geels, Z.E.; Groot, C. de

### **Citation**

Geels, Z. E., & Groot, C. de. (2024). Normering van private equity door de rechter: de ondernemingskamer en de procureur-generaal bij de Hoge Raad over Catalpa. *Onderneming En Financiering*, 32(3), 36-46. doi:10.5553/OenF/157012472024032003003

Version: Publisher's Version

License: [Leiden University Non-exclusive license](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/4108937>

**Note:** To cite this publication please use the final published version (if applicable).

# Normering van private equity door de rechter

## De Ondernemingskamer en de procureur-generaal bij de Hoge Raad over Catalpa\*

Z.E. Geels & C. de Groot

### 1 Inleiding

*Private equity* is – in een mooie omschrijving van Van Holthe tot Echten en Kaemingk – ‘risicodragend vermogen dat door professionele investeerders wordt verschaft voor een in beginsel tijdelijke periode aan niet aan de beurs genoteerde bedrijven met het oogmerk om daarop een financieel rendement te behalen’.<sup>1</sup> De hier bedoelde professionele investeerders zijn dus private equity-investeerders. Private equity-investeerders kopen (aandelen in) ondernemingen om die (aandelen in) ondernemingen na een bepaalde periode (de *investment horizon*,<sup>2</sup> bijvoorbeeld tien jaar)<sup>3</sup> weer te verkopen tegen een hogere prijs (dan de koopprijs). Dat betekent dat een private equity-investeerder de investment horizon gebruikt om de overgenomen onderneming op een hoger plan te brengen, waardoor de verkoop inderdaad tegen een hogere prijs kan plaatsvinden. De zo overgenomen onderneming is de doelvennootschap of *target*. De achterliggende deelnemers in private equity-investeerders zijn met name pensioenfondsen.<sup>4</sup> Voor de koopprijs kan een private equity-investeerder een mix gebruiken van geld dat afkomstig is uit de investeringsmiddelen waarover de investeerder zelf beschikt (eigen vermogen) en geld dat de investeerder leent (vreemd vermogen). In de context van een overname met (deels) vreemd vermogen wordt wel gesproken over een *leveraged buy-out* (hierna: LBO).

In de terminologie van de Wet op het financieel toezicht (Wft) vallen private equity-investeerders onder de brede definitie van ‘beleggingsinstelling’ zoals bedoeld in de Europese richtlijn over ‘alternatieve beleggingsinstellingen’.<sup>5</sup> Een beleggingsinstelling die de vorm heeft van een rechtspersoon (met name een besloten vennootschap of een naamloze vennootschap) is een *beleggingsmaatschappij* en een beleggingsinstelling die de vorm heeft van een personenvennootschap (met name een commanditaire vennootschap) is een *beleggingsfonds*. Rechtspraak rond pri-

\* Het onderzoek van de auteurs vond plaats binnen het Business & Law Research Network (BLRN).

1 A. van Holthe tot Echten & H. Kaemingk, Overnames door private equity, in: M.P.P. van Buuren & H. Koster (red.), *Bedrijfsovername*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, p. 21-54 (p. 22).

2 T.M. Stevens & S.B. Garcia Neelen, Fusies en overnames in Nederland, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2017, p. 7.

3 Van Holthe tot Echten & Kaemingk 2023, p. 22.

4 Van Holthe tot Echten & Kaemingk 2023, p. 22.

5 Vgl. M.W. Enzerink & C.J. Groffen, Private equity onder toezicht: een evaluatie, *Ondernemingsrecht* 2020/147.

vate equity is schaars. In Nederland heeft de Ondernemingskamer (hierna: OK) zich in 2008 en 2010 in de PCM-zaak uitgelaten over private equity.<sup>6</sup> (Pas) in 2019 en 2023 kon de OK zich opnieuw buigen over private equity in de Catalpa-zaak (of: Estro-zaak). Zowel de PCM-zaak als de Catalpa-zaak was een enquêteprocedure waarin de OK én een eerstefase-enquêtebeschikking én een tweedefase-enquêtebeschikking gaf. Tegen de tweedefase-enquêtebeslissing in de Catalpa-zaak hebben de curator van de (inmiddels gefailleerde) vennootschap Estro Groep BV en drie leden van de raad van commissarissen beroep in cassatie ingesteld. De Hoge Raad heeft deze cassatieberoepen op basis van art. 81 van de Wet op de rechterlijke organisatie verworpen (Wet RO).<sup>7</sup>

Hierna gaat paragraaf 2 over de voorgeschiedenis van de Catalpa-zaak. Paragraaf 3 is een tussenparagraaf als opmaat naar de bespreking in paragraaf 4 van de tweedefase-enquêtebeschikking van de OK in de Catalpa-zaak, waarin de OK besliste dat sprake was geweest van wanbeleid. Paragraaf 5 gaat in op de conclusie van de procureur-generaal B.F. Assink naar aanleiding van ingestelde cassatieberoepen,<sup>8</sup> en is tevens de afrondende paragraaf.

## 2 De voorgeschiedenis

Catalpa NV (hierna: Catalpa) hield zich (aanvankelijk onder een andere naam) sinds 1975 via dochtervennootschappen bezig met kinderopvang. De oprichters van Catalpa hebben in 2001 eerst 50% en vervolgens in 2003 nog eens 50% van hun aandelen verkocht aan de private equity-investeerder Waterland Private Equity Investments BV. Deze vennootschap heeft in 2006 haar aandelen in Catalpa verkocht aan een andere private equity-investeerder: Bencis Capital Partners BV (hierna: Bencis). Dat gebeurde als volgt: onder Bencis hing haar (indirecte) dochtervennootschap Aplatac BV (hierna: Aplatac; *Aplatac* is de omgekeerde lettervolgorde van *Catalpa*). Bencis hield (indirect) 89,25% van de aandelen in Aplatac (STAK Benca hield de andere 10,75% van de aandelen in Aplatac). Onder Aplatac hing haar 100%-dochtervennootschap Benca BV (hierna: Benca). Benca trad op als *bidding company* voor Bencis en verwierf 100% van de aandelen in Catalpa. Na de overname zag de structuur er dus als volgt uit: bovenaan de private equity-investeerder Bencis, daaronder de 89,25%-dochtervennootschap Aplatac, daaronder weer de 100%-dochtervennootschap Benca, en onderaan de 100%-doelvennootschap Catalpa.

6 Hof Amsterdam (OK) 10 januari 2008, ECLI:NL:GHAMS:2008:BC1657, JOR 2008/39 (Nederlandse Vereniging van Journalisten tegen PCM Holding BV en PCM Uitgevers BV) en Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928, JOR 2010/189, JAR 2010/181 (Nederlandse Vereniging van Journalisten tegen PCM Holding BV en PCM Uitgevers BV). Vgl. verder W.J.M. van Andel & J. den Hoed, Onderzoeksrapport PCM, 12 december 2008 en J. Ramaer, De geldpers. De teloorgang van het mediaconcern PCM, Amsterdam: Prometheus 2010.

7 HR 7 juni 2024, ECLI:NL:HR:2024:817 en ECLI:NL:HR:2024:820.

8 Concl. P-G B.F. Assink 5 april 2024, ECLI:NL:PHR:2024:385, in de zaken 23/03186 en 23/03233.

In 2020 heeft Bencis besloten dat zij haar belang in Catalpa wilde afstoten. De koper werd de private equity-investeerder Providence Equity LLP (hierna: Providence), via haar bidding company NCC Investments BV (hierna: NCC), die de aandelen in Catalpa op 16 augustus 2010 verkreeg. Daarna vond op 8 december 2010 een bijzondere gebeurtenis plaats: een juridische fusie tussen NCC en Catalpa waarbij NCC als verkrijgende vennootschap het gehele vermogen van Catalpa onder algemene titel verkreeg en Catalpa als verdwijnende vennootschap ophield te bestaan. De naam 'Catalpa' bleef hierbij behouden, want de naam van de fusievennootschap werd Catalpa BV (niet meer NV). Omdat de kinderopvangactiviteiten van Catalpa waren ondergebracht in dochtervennootschappen van Catalpa is de naam van Catalpa BV vlak daarna gewijzigd in Catalpa Holding BV. In 2011 is die naam Estro Groep BV (hierna: Estro) geworden. In 2014 is Estro op eigen verzoek failliet verklaard.

Het is onmiskenbaar dat de geschiedenis van Catalpa een paar *defining moments* heeft gekend: eerst de komst van de private equity-investeerder Waterland Private Equity Investments BV, en daarna achtereenvolgens de komst van de twee andere private equity-investeerders (Bencis in 2006 en Providence in 2020), de juridische fusie met NCC (de bidding company van Providence) in 2010 en het faillissement in 2014. De curator in het faillissement van Catalpa/Estro heeft (daartoe bevoegd op grond van art. 2:346 lid 3 van het Burgerlijk Wetboek (BW)) zowel een eerste-fase-enquêteverzoek als een tweede-fase-enquêteverzoek ingediend bij de OK.

### 3 Tussenparagraaf: het belang van de Catalpa-uitspraken voor private equity

Bij een overname door een private equity-investeerder speelt ook een zogenoemde *debt push down* een rol. Een debt push down houdt in dat een private equity-investeerder de koopprijs mede financiert met vreemd vermogen (vaak een bancaire lening), waarbij de lasten van die lening komen te rusten bij de doelvennootschap.<sup>9</sup> Een manier om dat te bereiken kan zijn dat de doelvennootschap na de overname een superdividend uitkeert aan de private equity-investeerder, die daarmee zijn bancaire lening kan aflossen.<sup>10</sup> Een andere manier om dat te bereiken kan zijn dat het niet de private equity-investeerder is die de bancaire lening aangaat, maar de

9 Vgl. A.W.A. Boot, J.E. Ligterink & J.K. Martin, Private equity en waardecreatie, Ondernemingsrecht 2020/146.

10 Dit kan niet onbeperkt. Art. 2:105 BW maakt voor een nv de mogelijkheid dividend uit te keren afhankelijk van een zogenoemde balanstest. Voor een bv bevat art. 2:216 BW ook een balanstest, maar die is veel minder streng. Daar staat tegenover dat het bestuur van een bv het besluit van de algemene vergadering om dividend uit te keren moet goedkeuren, waarbij als toetsingskader geldt dat het bestuur de goedkeuring moet weigeren 'indien het weet of redelijkerwijs behoort te voorzien dat de vennootschap na de uitkering niet zal kunnen blijven voortgaan met het betalen van haar opeisbare schulden'. Daar komt bij dat in de Wft in par. 4.3.1.4.a ('Informatieverplichtingen voor beheerders van beleggingsinstellingen betreffende controle of zeggenschap in niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen') het zogenoemde verbod van *asset stripping* is opgenomen dat voor zowel grotere niet-beursgenoteerde nv's als bv's de balanstest uit art. 2:105 BW herhaalt voor een periode van 24 maanden na de overname (art. 4:37v).

doelvennootschap. De doelvennootschap leent het bedrag van de bancaire lening vervolgens door aan de private equity-investeerder.<sup>11</sup> Bij een uitkering van superdividend aan de private equity-investeerder krijgt de private equity-investeerder ‘gratis’ een grote som geld. Bij een lening van de doelvennootschap aan de private equity-investeerder zal de private equity-investeerder de lening vanuit de doelvennootschap moeten terugbetalen (het is geen ‘gratis’ geld). Deze constructie wordt vooral ingegeven door de banken die de lening verstrekken. Die banken kunnen er de voorkeur aan geven dat zij een lening verstrekken aan de doelvennootschap in plaats van aan de private equity-investeerder, omdat zij de lening dan kunnen secureren op het niveau van de doelvennootschap (waar zich de relevante vermogensbestanddelen bevinden).<sup>12</sup>

In de enquêteprocedure stonden het beleid van en de gang van zaken bij Catalpa centraal: zij was het *subject* van de enquête. Het onderzoek dat de OK gelastte, betrof de periode vanaf 1 januari 2009 tot 9 december 2010 (vanaf het einde van de periode Bencis en het begin van de periode Providence via haar bidding company NCC tot en met de dag van de juridische fusie waarbij Catalpa opging in NCC). De enquêteprocedure richtte zich niet op de bidding companies Benca en/of NCC als zodanig: zij waren *geen subject* van de enquête. Dit neemt niet weg dat het oordeel van de OK wel degelijk relevant is voor het fenomeen private equity. Private equity-investeerdere zijn immers nauw betrokken bij het beleid van de doelvennootschap, als aandeelhouder of door lidmaatschap van het bestuur en/of de raad van commissarissen. Op die manier kunnen zij ook de debt push down initiëren.

In de eerstefase-enquêteprocedure verzocht de curator de OK op grond van art. 2:345 BW een onderzoek te gelasten naar het beleid van en de gang van zaken bij Estro. De OK heeft dit verzoek in haar beschikking van 10 december 2019 toegewezen.<sup>13</sup> In de tweedefase-enquêteprocedure verzocht de curator de OK op grond van art. 2:355 BW vast te stellen dat sprake was geweest van wanbeleid bij Estro. De curator verzocht de OK ook op grond van art. 2:354 BW (een aantal van) de bestuurders en commissarissen van Estro te veroordelen tot betaling van de kosten van het onderzoek. Daarnaast verzocht de curator de OK op grond van art. 2:356 BW de besluiten van de algemene vergadering van Estro, waarbij de algemene vergadering decharge had verleend aan de bestuurders en commissarissen, te vernie-

11 Ook dit kan niet onbeperkt. Voor (alleen) een nv bevat art. 2:98c BW het zogenoemde verbod van financiële steunverlening, dat het geven van leningen aan personen die aandelen in de nv willen verkrijgen eveneens afhankelijk maakt van een balanstest. Vgl. R.W. Jarigsmas, Leveraged buy-out & financial assistance. Een benadering vanuit de praktijk, O&F 2002/50.

12 Vgl. Stevens & Garcia Nelen 2017, p. 110-111.

13 Hof Amsterdam (OK) 10 december 2019, ECLI:NL:GHAMS:2019:4359, JOR 2020/144 (W.J.P. Jongepier in zijn hoedanigheid van curator in het faillissement van Estro Groep BV tegen Estro Groep BV verkerende in staat van faillissement, en tegen onder meer de belanghebbenden (bestuurders van Estro Groep BV:) A, B, C, D en E en (commissarissen van Estro Groep BV:) F, G en H). Vgl. verder H.M. de Mol van Otterloo & M. Bijkerk, Onderzoeksverslag inzake Estro Groep B.V. in faillissement, 1 maart 2022 (dit onderzoeksverslag is te vinden op rechtspraak.nl). Vgl. H.L. Kaemingk, Aandeelhoudersleningen in buy-outs na PCM en Estro: een afweging van voor- en nadelen, Ondernemingsrecht 2020/150.

tigen. De OK heeft in haar beschikking van 17 mei 2023 geoordeeld dat sprake was van wanbeleid en de andere verzoeken in hoofdzaak toegewezen.<sup>14</sup>

#### 4 De beoordeling door de OK in de tweedefase-enquêtebeschikking

De OK overweegt over het tweedefase-enquêteverzoek dat het wanbeleid volgens de curator betrekking heeft op vier aspecten: '(i) onvolledige en onjuiste informatieverschaffing aan het CMO [het Centraal Medezeggenschapsorgaan; ZG & CdG], (ii) onzorgvuldige besluitvorming door het bestuur, (iii) belangenverstrengeling ten aanzien van het bestuur, en (iv) belangenverstrengeling op het niveau van de raad van commissarissen en onvoldoende toezicht door de raad van commissarissen' (r.o. 3.1). Deze aspecten komen hieronder aan bod. Als inleiding daarop volgt eerst een beschrijving op hoofdlijnen van de financieringsstructuur van de overname van Catalpa door Providence/NCC, die in de beoordeling door de OK een belangrijke rol speelt.

##### 4.1 De financieringsstructuur van de overname door Providence/NCC van Catalpa

Providence/NCC heeft Catalpa overgenomen van Bencis/Benca voor een bedrag van ongeveer € 521 miljoen. De gedachte achter deze overname was dat Catalpa zou groeien door andere kinderopvangondernemingen over te nemen en daardoor waardecreatie voor Providence/NCC zou realiseren. De bidding company NCC gebruikte voor de overname een mix van eigen vermogen en vreemd vermogen. Het vreemd vermogen bestond uit een bancaire lening van € 230 miljoen die NCC aantrok (hierna: de Bankfinanciering), en een lening van Providence aan NCC van € 225 miljoen (hierna: de Providence Lening). Daarnaast stortte Providence een bedrag van € 66 miljoen in de vorm van agio op de aandelen die zij hield in NCC. De Providence Lening was een achtergestelde lening. Daar stond tegenover dat de rente die NCC over deze lening aan Providence verschuldigd was 15% bedroeg. NCC moest de Bankfinanciering in jaarlijkse termijnen terugbetalen in de periode 2011-2019 en de Providence Lening in één keer terugbetalen in 2019 (waarbij de rente werd bijgeschreven op de hoofdsom). Ten tijde van het aangaan van de leningen was al voorzien dat er een debt push down zou plaatsvinden van de schulden van NCC naar Catalpa. Op 16 augustus 2010 heeft Benca de aandelen in Catalpa overgedragen aan NCC en heeft NCC de overnameprijs betaald aan Benca.

De debt push down in de Catalpa-zaak nam een bijzondere vorm aan: een juridische fusie tussen NCC als verkrijgende en Catalpa als verdwijnende vennootschap op 8 december 2010. Een juridische fusie leidt ertoe dat de vermogens van de fusierende rechtspersonen onder algemene titel terechtkomen in de fusievennootschap (art. 2:309 BW). Daarmee kwamen dus ook de leningen die NCC was aangegaan

14 Hof Amsterdam (OK) 17 mei 2023, ECLI:NL:GHAMS:2023:1119, JOR 2023/207, TvI 2023/39 (W.J.P. Jongepier in zijn hoedanigheid van curator in het faillissement van Estro Groep BV, en ook van Estro Services BV en Estro Kinderopvang BV, tegen Estro Groep BV verkerende in staat van faillissement, en tegen onder meer de belanghebbenden (bestuurders van Estro Groep BV:) A, B, C, D en E en (commissarissen van Estro Groep BV:) F, G en H).

terecht in de fusievennootschap en moesten die leningen worden terugbetaald door die fusievennootschap, dus de facto mede door Catalpa.

#### 4.2 Informatieverschaffing aan het medezeggenschapsorgaan

Het CMO functioneerde op het niveau van Catalpa. Dit CMO was vergelijkbaar met een centrale ondernemingsraad in de zin van art. 33 van de Wet op de ondernemingsraden (WOR) als overkoepelende ondernemingsraad van de verschillende ondernemingsraden van Catalpa en haar dochtervennootschappen. Het lijkt erop dat Catalpa en haar dochtervennootschappen geen centrale ondernemingsraad hadden ingesteld en dat het CMO op initiatief van de 'lokale' ondernemingsraden ad hoc is ingesteld, toen de aandelenoverdracht van Bencis/Benca aan Providence/NCC zich aandiende. Catalpa heeft het CMO tweemaal op grond van art. 25 WOR om advies gevraagd: op 25 juni 2010 over de overdracht van de aandelen door Bencis/Benca aan Providence/NCC en de wijze van financiering van de koop van de aandelen door Providence/NCC (hierna: Adviesaanvraag I), en op 3 september 2010 over de juridische fusie tussen NCC en Catalpa (hierna: Adviesaanvraag II). De OK overweegt over de adviesaanvragen aan het CMO onder meer:

'Dat Adviesaanvraag I niets vermeldt over de juridische fusie en financiële gevolgen daarvan, valt het bestuur van Catalpa niet aan te rekenen. Met de fusieplannen was het bestuur ten tijde van Adviesaanvraag I op 25 juni 2010 en van het advies op 1 juli 2010 nog niet bekend. Ernstig acht de Ondernemingskamer evenwel dat het CMO daarover naderhand niet alsnog is geïnformeerd, ook niet toen het bestuur begin augustus 2010 wél van de fusieplannen op de hoogte raakte.' (r.o. 3.8.5)

En:

'In Adviesaanvraag II blijven de belangrijkste oogmerken van de fusie onvermeld: een volledige *debt push down* (...). In plaats daarvan wordt op misleiden de wijze gesuggereerd dat de fusie alleen bedoeld is om een overzichtelijker juridische structuur van de Catalpa groep te creëren.' (r.o. 3.8.5)

De OK wijst er ook op dat de 'zeer hoge' rente op de Providence Lening werd bijgeschreven op de hoofdsom, wat als gevolg had dat het bedrag van die lening 'exponentieel' zou oplopen (r.o. 3.8.6). Toen het bestuur van Catalpa zich dit realiseerde, had het bestuur het CMO daarover moeten informeren en daarover alsnog advies moeten vragen (r.o. 3.8.7). Dit brengt de OK tot de volgende intrigerende overweging: 'Niet alleen werden de medezeggenschapsrechten van de werknemers hierdoor in ernstige mate tekort gedaan, het bestuur ontzegde hiermee ook zichzelf de mogelijkheid van tegenspraak en reflectie op de transactie, waarbij Catalpa en haar onderneming hadden kunnen zijn gebaat.'

#### 4.3 De besluitvorming door het bestuur en de raad van commissarissen

Bestuurders dienen zich bij de vervulling van hun taak te richten naar het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming. De Hoge Raad heeft

in zijn Cancun-uitspraken toegelicht dat wanneer aan een vennootschap een onderneming is verbonden, het belang van die vennootschap in de regel vooral wordt bepaald door het bevorderen van het bestendige succes van deze onderneming.<sup>15</sup> De OK legt uit dat dit, in het geval waarin de enig aandeelhouder (hier: Benca) afstand wil doen van de aandelen, betekent dat het vennootschapsbelang niet zozeer wordt bepaald door de hoogte van de overnamesom, maar met name door het bestendige succes van de aan de vennootschap verbonden onderneming ná de overname (r.o. 3.13.1). De gevolgen van een zogenoemde LBO en de daaropvolgende debt push down spelen daarbij ook een rol. In lijn met de PCM-zaak overweegt de OK dan ook dat het bestuur van de doelvennootschap, vanwege de aanzienlijke financiële belasting die door middel van de LBO mede op de vennootschap komt te rusten, bij de vervulling van zijn taak alle aan een LBO verbonden voordelen en nadelen, waaronder die van financiële aard, dient mee te wegen.<sup>16</sup> De OK benadrukt daarbij:

‘Bij die belangenafweging dient het niet slechts te gaan om de vraag of de continuïteit van de vennootschap en haar onderneming naar verwachting voldoende verzekerd is, maar vooral of het bestendige succes van de onderneming in de gegeven omstandigheden bij de LBO is gebaat en of de LBO de vennootschap voldoende in staat stelt haar strategie tot uitvoering te brengen. Tegen die achtergrond dient het bestuur zich vanaf het begin van het overnametraject telkens opnieuw de vraag te stellen of de keuze voor en de concrete voorwaarden van een LBO wel in overeenstemming vallen te brengen met het belang van de vennootschap, dan wel of de LBO gelet op het vennootschapsbelang aanpassing behoeft of dat een andere wijze van financiering van de overname aangewezen is.’ (r.o. 3.13.2)

Dit wil niet zeggen dat de belangen van de aandeelhouder bij de door het bestuur te maken belangenafweging volstrekt ondergeschikt zijn. De OK erkent immers dat van het bestuur medewerking mag worden verwacht aan een door de aandeelhouder gewenste verkoop, mits het bestendige succes van de onderneming ná overname tot richtsnoer genomen wordt.<sup>17</sup>

Een andere belangrijke factor is dat Catalpa in Nederland de grootste onderneming in de kinderopvang was, een sector die door middel van de kinderopvangtoeslag in belangrijke mate afhankelijk is van uit de publieke middelen afkomstige gelden (r.o. 3.13.3). Dit betekent dat het vennootschappelijk belang naast het bestendige succes van de onderneming na overname mede wordt gekleurd door het publieke belang bij de continuïteit en toegankelijkheid van een kwalitatief hoogwaardige en betaalbare kinderopvang in de door Catalpa geëxploiteerde kinderopvanglocaties.

15 HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:797, NJ 2014/286, r.o. 4.2.1; HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:799, JOR 2014/290, r.o. 4.2.1; HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:804, r.o. 4.2.1; HR 4 april 2014, ECLI:NL:HR:2014:808, r.o. 4.2.1.

16 Hof Amsterdam (OK) 27 mei 2010, ECLI:NL:GHAMS:2010:BM5928, JOR 2010/189, JAR 2010/181 (Nederlandse Vereniging van Journalisten tegen PCM Holding BV en PCM Uitgevers BV).

17 Vgl. Van Holthe tot Echten & Kaemingk 2023, p. 50.

Dit betekent volgens de OK dat zowel op de bestuurders als op de commissarissen de verplichting rustte om een verhoogde zorgvuldigheid in acht te nemen (r.o. 3.13.4-3.13.5).

#### 4.4 *Belangenverstrengeling van de bestuurders en de commissarissen*

De OK beargumenteert de verhoogde zorgvuldigheid verder met verwijzing naar de persoonlijke financiële belangen van de bestuurders (r.o. 3.13.4). Zo blijkt dat meerdere bestuurders aandelen hielden in Aplatac. Andere bestuurders kregen een bonus indien Benca haar aandelen in Catalpa zou overdragen aan Providence/NCC. Hoewel niet is gebleken dat het bestuur zich ook daadwerkelijk heeft laten leiden door deze verschillende persoonlijke belangen, meent de OK (onder verwijzing naar 'de twijfel die daaromtrent kon bestaan'): 'Dat het bestuur deze vereiste zorgvuldigheid heeft betracht is niet gebleken. De Ondernemingskamer kwalificeert de handelwijze van het bestuur met betrekking tot de fusie daarom als zeer onzorgvuldig' (r.o. 3.17.5).

In het geval dat één of meerdere bestuurders vanwege een publiek belang en/of een persoonlijk tegenstrijdig belang verhoogde zorgvuldigheid in acht dienen te nemen, is het aan de commissarissen erop toe te zien dat de bestuurders die verhoogde zorgvuldigheid in de voorbereiding, besluitvorming en uitvoering van de overname ook daadwerkelijk betrachten (r.o. 3.13.5). Zijn de commissarissen ook zelf geconfronteerd, dan rust ook op hen bij de vervulling van hun taak een verhoogde zorgvuldigheidsplicht. De OK concludeert dat daarvan in elk geval sprake is wat betreft de zogenoemde Providence-commissarissen binnen Catalpa, die immers ieder ook belangrijke functies binnen Providence vervulden en bij de onderhandelingen ook de belangen van Providence hebben behartigd. Hier concludeert de OK: 'Noch uit de documenten die zijn overgelegd, noch uit de interviews die de onderzoekers hebben gehouden, is gebleken dat de commissarissen in het kader van de fusie meer hebben gedaan dan het ondertekenen van documenten die door de betrokken advocaten waren voorbereid' (r.o. 3.18).

#### 4.5 *De LBO*

De OK gaat in op zowel de Bankfinanciering als de Providence Lening waarmee NCC de overname van Catalpa had gefinancierd.<sup>18</sup> De Bankfinanciering was door NCC aangegaan op 16 juli 2010,<sup>19</sup> en de Providence Lening op 16 augustus 2010.<sup>20</sup> Dat was vóór de overname door NCC van Catalpa op 16 augustus 2010, en vóór de juridische fusie tussen NCC als verkrijgende vennootschap en Catalpa als verdwijnende vennootschap op 8 december 2010. Door deze juridische fusie verkreeg NCC het gehele vermogen van Catalpa onder algemene titel. Daarbij werd de naam van de fusievennootschap Catalpa BV (en later achtereenvolgens Catalpa Holding BV en Estro). Dit betekent dat verantwoordelijkheid voor de aflossing van zowel de Bankfinanciering als de Providence Lening door de fusievennootschap kwam te lig-

18 Hof Amsterdam (OK) 17 mei 2023, ECLI:NL:GHAMS:2023:1119, r.o. 3.15.5.

19 Hof Amsterdam (OK) 17 mei 2023, ECLI:NL:GHAMS:2023:1119, r.o. 2.16.1.

20 Hof Amsterdam (OK) 17 mei 2023, ECLI:NL:GHAMS:2023:1119, r.o. 2.16.2.

gen bij de verkrijgende vennootschap NCC (door de naamswijziging als het ware ‘Catalpa-nieuw’), die daarbij gebruik kon maken van de middelen van de verdwijnende vennootschap (als het ware ‘Catalpa-oud’). Over de Bankfinanciering overweegt de OK: ‘Van het begin af aan was duidelijk dat Catalpa[-nieuw] niet zelf zou kunnen voldoen aan haar aflossingsverplichtingen uit hoofde van de Bankfinanciering.’<sup>21</sup> Het gevolg hiervan was dat Catalpa-nieuw bij het einde van de looptijd afhankelijk zou worden van de bereidheid tot herfinanciering door de banken of haar aandeelhouder. De Providence Lening van € 225 miljoen tegen een rente van 15% per jaar had bijzondere eigenschappen: de leningvoorwaarden gaven Providence onder meer de bevoegdheid te bepalen dat de rente níét op de hoofdsom werd bijgeschreven en dat de lening in beginsel te allen tijde (op een termijn van tien dagen) kon worden opgeëist.<sup>22</sup> Ook hier constateert de OK dat alle betrokkenen ervan uitgingen dat Catalpa-nieuw de Providence Lening aan het einde van de looptijd niet zou kunnen terugbetalen.

## 5 De conclusie van de procureur-generaal en afronding

De procureur-generaal bespreekt in zijn conclusie de argumenten die in cassatie naar voren waren gebracht omstandig. Die conclusie is uiteraard geschreven tegen de (beperkte) reikwijdte die een cassatieberoep heeft. De lezer komt zinnen tegen als ‘De tweede zin van rov. 3.13.3 [in de tweedefasebeschikking] vloeit kenbaar voort uit de eerste zin ervan, die weer kenbaar aansluit op rov. 3.18 van de eerste fasebeschikking. Het procesdossier voorafgaand aan de tweedefasebeschikking bood de OK daarvoor ook de ruimte’ (punt 3.7.11.2, voetnoot weggelaten), ‘De OK kon voor dit bestreden oordeel, dat betrekking heeft op de onderzoeksperiode, afdoende basis vinden in het procesdossier voorafgaand aan de tweedefasebeschikking. Deze basis omvat ook het onderzoeksverslag, dat hier niet irrelevant is. Het daarin ter zake geboden aanknopingspunt is – zo al vereist – afdoende, gezien ook in het licht van dit procesdossier in totaliteit’ (punt 3.16) en ‘Deze [klacht] strandt op een gebrek aan feitelijke grondslag door een onjuiste lezing van de tweedefasebeschikking’ (punt 3.36.1).

De procureur-generaal bespreekt in zijn conclusie uiteraard ook de (inhoudelijke) argumenten die in cassatie waren aangevoerd. Enkele van die argumenten zijn:

- 1 De OK had haar oordeel dat sprake was geweest van wanbeleid bij Estro, waarvoor het bestuur en de raad van commissarissen verantwoordelijk waren, niet (mede) mogen baseren op het argument dat het publieke belang van de sector kinderopvang in Nederland een rol speelde in dit oordeel.

De procureur-generaal wijst erop dat de OK inderdaad had overwogen dat het publieke belang van de sector kinderopvang in Nederland ‘een relevante factor is bij het te geven wanbeleidoordeel’ (punt 3.7.11.5). Maar in dat verband wijst de procureur-generaal op – wat hij noemt – ‘de economische werkelijkheid’

21 Hof Amsterdam (OK) 17 mei 2023, ECLI:NL:GHAMS:2023:1119, r.o. 3.15.3.

22 Hof Amsterdam (OK) 17 mei 2023, ECLI:NL:GHAMS:2023:1119, r.o. 3.15.5.

(punt 3.20.5): ‘Meer precies: dat Catalpa in Nederland de grootste onderneming was in de kinderopvang; een branche die zwaar leunde op financiering uit publieke middelen (bedoeld om voldoende aanbod van kwalitatief hoogwaardige en betaalbare kinderopvang te waarborgen), wat dus ook doorwerkte in het verdienmodel van Catalpa’s onderneming.’ Daarom ‘ligt het voor de hand dat de OK dit belang (...) in verband brengt met zowel Catalpa’s vennootschapsbelang als de door haar bestuurders en commissarissen bij hun taakvervulling te betrachten zorgvuldigheid’.

- 2 De OK zou in haar beoordeling van de vraag of sprake was geweest van wanbeleid te weinig terughoudend zijn geweest en zou daarom het kader van de vereiste marginale toetsing te buiten zijn gegaan.

De procureur-generaal doet dit als volgt af: ‘[D]at wat de OK in rov. 3.20 concludeert ten aanzien van het daarvoor vastgestelde onzorgvuldige handelen door (bestuurders en commissarissen van) Catalpa, [is] afdoende (...) om te kunnen spreken – zoals de OK daar doet – van wanbeleid van Catalpa in de zin van art. 2:355 lid 1 BW’ (punt 3.23.4).

- 3 De OK heeft ten onrechte overwogen dat de Providence-commissarissen binnen Catalpa (die dus ook functies vervulden binnen Providence als overnemende partij) te maken hadden met een tegenstrijdig belang.

De procureur-generaal wijst in dit verband op de vaststelling van de OK dat ‘de Providence Commissarissen in het kader van de fusie in het geheel geen betekenisvolle invulling hebben gegeven aan de verantwoordelijkheid als commissaris van Catalpa, waarmee zij zeer onzorgvuldig hebben gehandeld en niet de loyaliteit in acht hebben genomen die zij jegens Catalpa uit hoofde van hun wettelijke taak hadden te betrachten’ (punt 3.33.3).

- 4 Het kan niet zo zijn dat het bestuur en de raad van commissarissen van Catalpa hebben gehandeld in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap, want ‘Catalpa presteerde als beste van de kinderopvang-aanbieders na de acquisitie, maar de onderneming belandde in zwaar weer door de onvoorziene vraaguitval nadat kinderopvangsubsidies werden gekort’.

De procureur-generaal merkt hierover op: ‘Voor zover deze posterieure gang van zaken al basis vindt in het procesdossier, doet deze immers niet af aan de door de OK (...) vastgestelde onzorgvuldigheden (van het bestuur en de rvc) van Catalpa’ (punt 3.45.2).

- 5 De OK is in ieder geval te ver gegaan door de besluiten van de algemene vergadering van Estro, waarbij de algemene vergadering décharge had verleend aan de bestuurders en commissarissen, te vernietigen.

De procureur-generaal wijst er in dit verband op dat de OK ‘die déchargebesluiten slechts [vernietigt] voor zover die décharge betrekking heeft op het door haar geconstateerde wanbeleid’ (punt 3.74.2).

Afronding: de tweedefase-enquêtebeschikking van de OK is erg feitelijk en daarom in cassatie moeilijk toetsbaar. Het belangrijkste argument dat in cassatie naar vo-

Z.E. Geels & C. de Groot

ren was gebracht, hield in dat de OK haar wanbeleidoordeel niet mede had mogen baseren op het publieke belang van de sector kinderopvang in Nederland. De procureur-generaal wijst dit argument af op basis van een redenering die aansluit bij 'de economische werkelijkheid' in Nederland. Deze redenering is interessant en kan (wellicht) ook in meer sectoren van de economie een rol spelen, en dan steeds afhankelijk van de desbetreffende sector. Hier zit ruimte voor toekomstige eerste-fase-enquêteverzoeken.