

ECONCERN

ONDERZOEKSRAPPORT

W.J.M. van Andel

A.A.M. Deterink

11 december 2013

INHOUDSOPGAVE

SAMENVATTING EN CONCLUSIES	I
-----------------------------------	----------

HOOFDSTUK 1 ONDERZOEK

1.	Inleiding	1
2.	Onderzoek	2
3.	Indeling rapport	3

HOOFDSTUK 2 DE ONTWIKKELING EN HISTORIE VAN ECONCERN

1.	Inleiding	4
2.	De businessunits van Econcert	7
3.	De ontwikkelingen van Econcert in 2007 nader beschouwd	8
4.	De ontwikkelingen van Econcert in 2008 nader beschouwd	9
5.	De ontwikkelingen van Econcert in 2009 nader beschouwd	10

HOOFDSTUK 3 VERSLAGGEVING

1.	Inleiding	11
2.	Waarderingsgrondslagen jaarverslaggeving Econcert	12
3.	Groei Econcert in jaarrekening 2005 tot en met 2006 en de gehanteerde agressieve verslaggevings methodiek	12
4.	Agressieve jaarverslaggeving	22
5.	Consolidatiekring	27
5.1	Inleiding	27
5.2	Wet- en regelgeving	28
5.3	Sol Holding, BMCH, Darwind en Scira	33
5.4	Windpark Q7 Holding B.V. en Offshore Windpark Q7 B.V.	37

6.	Niet-geconsolideerde deelnemingen ('Participations')	44
6.1	Inleiding	44
6.2	Waarderingsgrondslagen; wet- en regelgeving	45
6.3	Sol Holding	50
6.4	Biomethanol Chemie Holding ('BMCH')	54
6.5	Darwind	57
6.6	Koegorspolder	58
6.7	Terra Nova	60
6.8	Duracar Holding	61
6.9	Solland Solar Energy	63
6.10	Scira Offshore Energy Ltd ('Scira')	65
6.11	Impact van de waarderingsgrondslagen ten aanzien van de niet-geconsolideerde deelnemingen voor de verantwoorde eigen vermogenspositie	67
6.12	Invloed op de verantwoorde geconsolideerde resultaten van de grondslagen van de resultaatbepaling ten aanzien van de niet-geconsolideerde deelnemingen	69
6.13	Gerealiseerde waardestijgingen ten aanzien van de niet- geconsolideerde deelnemingen	72
6.14	Conclusies ten aanzien van Sol Holding, BMCH en Darwind	76
7.	WIP for own account	77
7.1	Inleiding	77
7.2	Waarderingsgrondslag en wet- en regelgeving	78
7.3	Conclusie	81
8.	Emissierechten	83
9.	Goodwill bij acquisities	85
9.1	Inleiding	85
10.	Diverse onderwerpen	86

HOOFDSTUK 4 FINANCIËLE RAPPORTAGE

1.	Inleiding	92
2.	Discussie omtrent verslaggeving	93
3.	Rapportages externe accountant	101

HOOFDSTUK 5 FINANCIERING ALGEMEEN

1.	Algemene opmerkingen	106
2.	Groei Econcern in de jaren 2005 tot en met 2008	106
3.	Aangetrokken financiële middelen in de jaren 2006 – 2008	110
4.	Financieringsstructuur	115
4.1	Equity financiering in de periode 2006 tot en met 2008	115
4.2	Toelichting equity financiering	116
4.3	Aangetrokken achtergestelde leningen in de periode 2006 tot en met 2008	117
4.4	Toelichting achtergestelde leningen	119
4.5	Aangetrokken leningen in de periode 2006 tot en met 2008	120
4.6	Toelichting leningen	121
4.7	Aangetrokken rekening courant faciliteiten in de periode 2006 tot en met 2008	123
4.8	Toelichting rekening courant faciliteiten	124
5.	Communicatie met het Consortium in het kader van ING-Faciliteit	125
6.	Compliance Certificates	126
6.1	Inleiding	126
6.2	Verslaggeving	127
6.3	Gerapporteerde ratio's – bancaire voorwaarden	128
6.4	Conclusies ten aanzien van Compliance Certificates	134
6.5	Wetenschap bij het Consortium	136
7.	Ontwikkelingen mei 2008 – voorjaar 2009	138
7.1	Inleiding	138
7.2	Surseance en faillissement	141

HOOFDSTUK 6 PROJECTFINANCIERING EN AANSPRAKELIJKHEID

1.	Inleiding	142
2.	Project financieringen externe partijen	143
2.1	Inleiding	143
3.	Financieringen non consolidated Participations	146
3.1	Inleiding	146
3.2	BMCH	146
3.3	Darwind/Wind Holding	147
3.4	Scira	148
3.5	Sol Holding	148
3.6	Duracar	148
3.7	Petro Estry	149
3.8	Evelop Square One	149
4.	Aansprakelijkheid Econcern voor financieringen van individuele projectvennootschappen en niet geconsolideerde joint ventures	149
4.1	Inleiding	149

HOOFDSTUK 7 ANALYSE FINANCIËLE PROJECTIES BP 2008 - 2012

1.	Inleiding	154
2.	Analyse BP 2008–2012	159
2.1	Inleiding	159
3.	Analyse 2007	162
3.1	Vermogens- en financieringstructuur 2007	162
3.2	Analyse kasstromen 2007	165
4.	Analyse 2008	168
4.1	Vermogens- en financieringsstructuur 2008	168
4.2	Analyse kasstromen 2008	171

5.	Nadere uitwerking op business unit niveau 2007	173
5.1	Inleiding	173
5.2	Ecostream	174
5.3	Evelop	175
5.4	Ecoventures	177
5.5	Ecofys	179
5.6	Econcern Holding	179
6.	Nadere uitwerking op business unit niveau 2008	179
6.1	Inleiding	179
6.2	Kasstroken 2008: operationele kasstromen 2008	181
6.3	Operationele kasstromen 2008: Achterblijvende Brutomarge over 2008	182
6.4	Operationele kasstromen 2008: Fors hogere bedrijfskosten (OPEX) over 2008	194
6.5	Operationele kasstromen 2008: Lager kapitaalbeslag werkkapitaal in 2008	197
6.6	Kasstroken uit investeringsactiviteiten 2008	200
6.7	Kasstroken uit financieringsactiviteiten 2008	202
7.	Kasstroken 2009	206

HOOFDSTUK 8 ANALYSE KASSTROMEN 2007 TOT EN MET 2009

(NIET PROJECT GERELATEERDE FINANCIERINGEN)

1.	Inleiding	209
2.	Kasstroken 2007	216
2.1	Inleiding	216
2.2	Mutaties onderhanden werk en voorraden 2007	216
2.3	Mutaties financiële vaste activa 2007	220
2.4	Conversie converteerbare lening december 2007	224
3.	Kasstroken 2008	224
3.1	Inleiding	224
3.2	Negatieve operationele kasstroom 2008	226
3.3	Investerings 2008	228

4.	Kasstroken 2009	230
5.	Conclusie	232

HOOFDSTUK 9 GOVERNANCE

1.	Inleiding	234
2.	Samenstelling RvB en RvC	234
3.	Audit Committee 2008 en 2009	236
4.	Functioneren RvB en RvC: algemeen	236
4.1	Inleiding	236
4.2	Interne bepalingen ten aanzien van besluitvorming	236
4.3	Vergaderingen en notulen RvB en RvC	237
5.	Functioneren RvB en RvC: Interne controle en administratieve organisatie	239
6.	Gang van zaken in 2009, ERM en Management Charter	242
6.1	Enterprise-wide Risk Management program (ERM)	242
6.2	Management Charter	242
7.	Governance: Evelop	243
7.1	Inleiding	243
7.2	Management Team Evelop	244
7.3	Risk Assessment Committee ('RAC')	245
7.4	Management meetings en maandrapportages Evelop	247
7.5	Conclusie	248
8.	Risk management: algemeen	250
8.1	Inleiding	250
8.2	Administratie	250
8.3	Financiering	251
8.4	Verslaggeving	255
8.5	Human Resource	256
9.	Risk Management: projecten	257

9.1	Inleiding	257
9.2	Project Q7	257
9.3	EIH	260
9.4	Sol Holding	264
9.5	Gode Wind	267
9.6	Belwind	269
9.7	Terra Nova	271
9.8	Nordex	274
10.	Risk Management: personen	277
10.1	Inleiding	277
10.2	Lange en Groenhof	277
10.3	Berkhout – Van Oord & Partners	283
10.4	Berkhout – Moens – Spruijtenburg	284
10.5	Van Stigt	286

HOOFDSTUK 10 EIH

1.	Inleiding	289
2.	Overname EIH	290
3.	(Earn out) betalingen aan Typhoon mei 2008	307
4.	Achteraf vastgestelde koopprijs aandelen EIH en Bright Capital	310
5.	Conclusies EIH financieel	313

HOOFDSTUK 11 Q7

1.	Aankoop van het Project Q7 van E-Connection	314
2.	Windpark Q7 Holding – ontwikkelingsfase	315
3.	Joint venture Eneco, projectstructuur per 25 juli 2006	322
4.	Financial close – garantie Econcern	322
5.	Verkoop 50% Windpark Q7 Holding	325

6.	Windpark Q7 Holding financieel 2007	326
7.	De afloop van Windpark Q7 Holding	330
8.	Conclusie	331

HOOFDSTUK 12 GODE WIND

1.	Inleiding	333
2.	Aankoop Gode Wind	334
3.	Waardering en verslaggeving Gode Wind in de geconsolideerde jaarrekening Econcern	336
4.	Interne besluitvorming acquisitie Gode Wind	337
5.	Conclusie	339

HOOFDSTUK 13 BELWIND

1.	Inleiding	341
2.	Management Belwind	342
3.	Beslissing tot investering en Framework agreement Van Oord	343
4.	Belwind naar DG2	346
5.	Garantie aan Van Oord van € 28 miljoen	348
6.	Financiële verantwoording Belwind	350
7.	Voortdurend uitstel financial close	353

HOOFDSTUK 14 KOEGORSPOLDER

1.	Samenvatting Project Koegorspolder	356
2.	Financiële consequenties voor Econcern	358
3.	Wind Speed	359

HOOFDSTUK 15 AFRIKAHAVEN

1.	Het project Afrikahaven	362
2.	REC Afrikahaven	363

HOOFDSTUK 16 MARKTANALYSE WINDENERGIE

1.	Inleiding	367
2.	Windenergiemarkt 2006 – 2009	367
3.	Conclusie	369

HOOFDSTUK 17 DARWIND

1.	Inleiding	370
2.	Darwind Development and Demonstration B.V.	371
3.	Participatie Econcern in Darwind – Aandeelhoudersovereenkomst	372
4.	Darwind financieel 2006	373
5.	Darwind financieel 2007/2008	376
6.	Verslaggeving I: participatie door Converteam 2007/2008	376
7.	Verslaggeving II: Participatie door de Provincie Noord Holland	380
8.	Managementovereenkomst Moens	386
9.	Financiering	387

HOOFDSTUK 18 SOL HOLDING

1.	Inleiding Silpro	390
2.	Inleiding Sol Holding	391
3.	Chronologische beschrijving gang van zaken binnen Silpro van 2005 t/m 2007	399
4.	Chronologische beschrijving gang van zaken binnen Silpro in 2008	413

5.	Silpro, de laatste fase	426
6.	Financiering Sol Holding (en Silpro) 2007 en 2008	426
7.	Besluitvorming binnen Econcern omtrent Silpro en Sol Holding	432
8.	Financiering Sol Holding/Silpro/Solon – toestemming RvC	440
9.	Financiering Sol Holding/Silpro/Solon – toestemming banken	442
10.	Verslaggeving Sol Holding 2008	447
11.	Uitgaven Silpro 2007 en 2008	449
12.	Conclusies Silpro	450
13.	Blue Chip Energy	456

HOOFDSTUK 19 BMCH

1.	Inleiding	459
2.	Aandelen transacties	459
3.	Aandelenoverdracht van Distri Beheer aan Ecoventures en uitgifte in 2008	463
4.	Aandelenoverdracht van Chemie Invest aan Ecoventures	463
5.	Businessplan	466
6.	Financiering en leningenpositie BMCH	470
7.	Operationele gang van zaken in de jaren 2007 en 2008	472
8.	Transactie met Waterland	472
9.	Verslaggeving Econcern	474

HOOFDSTUK 20 ECOSTREAM

1.	Inleiding	478
2.	Bestuur	478
3.	Activiteiten van Ecostream	479
4.	Analyse BP 2008 – 2012	479
5.	RvC vergaderingen	484

6.	Risk management en inkoopverplichtingen	485
7.	Inkoopcontracten Solland, First Solar en Ubbink	486
8.	Marktanalyse Solar sector 2005–2008	486
8.1	Inleiding	486
8.2	Langlopende contracten waren gebruikelijk in 2007 en 2008	487
8.3	Conclusies ten aanzien van de langlopende contracten	487
9.	Conclusies	488

HOOFDSTUK 21 ONE CARBON

1.	Inleiding	491
2.	Bestuur en organisatie OneCarbon	491
3.	Financiële gegevens; OneCarbon in het BP 2008 – 2012	492
4.	Financiering van OneCarbon en ontwikkelingen 2008–2009	494
5.	Verslaggeving	495
6.	Risicoprofiel OneCarbon	496

Conclusies en samenvatting

I. Conclusies

1. Econcern heeft vanaf 2006 een sterke groei doorgemaakt. Zij heeft die groei onder meer gefinancierd door het aantrekken van een lening van ING Bank van € 45 miljoen die in augustus 2007 gesyndiceerd werd en verhoogd werd tot € 150 miljoen. Daarnaast heeft zij in mei 2008 garantievermogen van € 240 miljoen aangetrokken van SHV en Mondriaan (een joint venture van Rabobank en Delta Lloyd), van welk bedrag € 40 miljoen reeds op 1 april 2008 aan Econcern ter beschikking was gesteld als overbruggingsfinanciering in verband met ontstane liquiditeitstekorten.
2. Het bedrag van € 240 miljoen is aangetrokken op basis van het Business Plan 2008 – 2012 ('BP 2008 – 2012'). Dit betrof een business plan waarin Econcern haar ambities formuleerde voor de jaren 2008 tot en met 2012. Het door Econcern geschetste groeiscenario was zeer ambitieus. Er werd in zes jaar tijd een omzetgroei van € 8 miljard (meer dan 40 keer het omzetniveau van 2007¹) geprognosticeerd. Om die groei te financieren ging Econcern in 2008 nog uit van een totale financieringsbehoefte van € 450 miljoen tot circa € 5,1 miljard ultimo 2012.
3. Het in 2008 aangetrokken garantievermogen is echter grotendeels aangewend ten behoeve van in 2008 optredende tekorten in de financiering en kasstromen in relatie tot de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde data en

¹ Uitgaande van de *daadwerkelijk gerealiseerde* omzet, niet van de door Econcern *gerapporteerde* omzet.

was al snel ontoereikend voor de geplande groei en ontwikkeling van Econcern, zoals omschreven in het BP 2008 – 2012. In feite is hiermee in het tweede en derde kwartaal van 2008 het financieringsprobleem naar de toekomst “verlegd”. Curatoren hebben vastgesteld dat Econcern in 2008 op alle fronten zo ver achterbleef bij haar prognoses van een jaar eerder dat de conclusie geen andere kan zijn dan dat die prognoses volstrekt irrealistisch waren. Econcern bleef ook in 2007 al ver achter op haar prognoses zoals verwoord in het BP 2008 – 2012. Dit was voor wat betreft 2008 ook per medio dat jaar al het geval, dus de financiële crisis die in het najaar van 2008 (na het faillissement van Lehman Brothers) een feit was, was hier niet de oorzaak van, welke conclusie ondersteund wordt door het gegeven dat de groei in de voor Econcern zo belangrijke markt voor windenergie in de Europese Unie als gevolg van de financiële crisis niet afnam. Die oorzaak was simpelweg dat de RvB van Econcern tegen beter weten in véél te optimistisch prognoses in het BP 2008 – 2012 had opgenomen, waarbij de RvB welbewust prognoses van de businessunitmanagers (c.q. van de managers van de betreffende deelnemingen) fors naar boven bijstelde dan wel grote druk uitoefende op die managers om hun prognoses zelf in positieve zin bij te stellen.

4. Bovendien werden de geplande financial closes² telkens niet gehaald. Voor 2008 werd begroot dat er ten aanzien van een groot aantal projecten financial close zou worden bereikt. Veruit het grootste project betrof Belwind, een windmolenpark voor de kust van België). Ten aanzien van geen enkel van deze projecten werd daadwerkelijk financial close bereikt in 2008. Over dat jaar was er voor de Evelop projecten in totaal € 216 miljoen aan

² Er was sprake van financial close op het moment dat de benodigde contracten en financiering voor de bouw waren geregeld en dat er afspraken met investeerders waren gemaakt. Na het bereiken van financial close zou de daadwerkelijke bouw beginnen.

projectfinanciering begroot (€ 110 miljoen garantievermogen en € 116 miljoen non recourse³ financiering). Econcern is slechts in staat geweest om in 2008 € 15 miljoen aan projectgerelateerde financiering aan te trekken.

5. Het niet bereiken van de geplande financial closes had tot gevolg dat de in 2008 (en daarvoor) ten behoeve van de ontwikkeling van omvangrijke projecten gedane uitgaven en investeringen niet vanuit specifieke projectfinancieringen werden gedekt maar uit de lopende kasstromen en beschikbare algemene financieringscapaciteit van Econcern dienden te worden gefinancierd.
6. Het uitgangspunt van het BP 2008 – 2012, dat er voor een aanzienlijk bedrag externe financiering kon worden aangetrokken door het bereiken van financial closes, bleek onjuist te zijn. De inschatting van Econcern ten aanzien van het moment waarop financial close zou worden bereikt, bleek telkens te optimistisch en niet realistisch.
7. Vanuit het oogpunt van adequaat risk management had verwacht mogen worden dat Econcern voordat zij tal van kapitaalsintensieve projecten initieerde, reële prognoses ten aanzien van doorlooptijd van de diverse projecten had opgesteld en had gezorgd voor voldoende financiering. Bij Econcern was het andersom; in een groot aantal projecten was inmiddels veel geïnvesteerd *voordat* de benodigde externe (project)financiering rond was en zonder dat op holdingniveau voldoende garantievermogen was aangetrokken om het ontbreken van externe financiering op te kunnen vangen, met als gevolg dat Econcern in het voorjaar van 2008 qua liquiditeitspositie het water

³ Er was sprake van non-recourse financiering indien de financiering werd aangetrokken door de betreffende projectvennootschap zonder dat er sprake was van hoofdelijke aansprakelijkheid van andere Econcern vennootschappen.

aan de lippen stond. Zonder de overbruggingsfinanciering in april 2008 van SHV van € 40 miljoen, gevolgd door de terbeschikkingstelling in mei 2008 van additioneel € 200 miljoen garantievermogen zou Econcern in het voorjaar van 2008 reeds failliet zijn gegaan.

8. Niet alleen het BP 2008 – 2012 kende onjuiste gegevens. Ook de jaarrekeningen 2006 en 2007 bevatten een groot aantal posten die niet op die wijze in de jaarrekeningen hadden mogen worden verwerkt. Het gaat daarbij met name om het buiten de consolidatie houden van deelnemingen in strijd met de wettelijke consolidatieplicht, het waarderen van belangen in niet- geconsolideerde deelnemingen tegen fair value⁴ in plaats van netto- vermogenswaarde en het verwerken van onderhanden projecten ten behoeve van de eigen bedrijfsvoering via de winst- en verliesrekening. Met medewerking van PwC (die de jaarrekeningen 2006 en met 2007 heeft voorzien van ongeclausuleerde goedkeurende accountantsverklaringen) was Econcern in staat om over 2006 een netto-winst van € 43,5 miljoen te publiceren terwijl er in werkelijkheid nauwelijks winst werd gemaakt.
9. In 2007 bedroeg de gerapporteerde netto-winst € 85,8 miljoen, terwijl in werkelijkheid enkele tientallen miljoenen verlies geleden werd. Het vermogen zou in dat geval ultimo 2007 geen € 197 miljoen hebben bedragen maar een fractie daarvan, zijnde maximaal € 13 miljoen. Econcern heeft opbrengsten gerapporteerd van € 443 miljoen, terwijl er feitelijk sprake was van gerealiseerde opbrengsten van € 201 miljoen. PwC heeft de jaarrekening 2007 eveneens ten onrechte voorzien van een goedkeurende accountantsverklaring.

⁴ Welke *fair value* ten aanzien van de qua resultaatsbeïnvloeding veruit belangrijkste deelneming – Sol Holding – ook nog eens volkomen irrealistisch was en gebaseerd op gemanipuleerde waarderingsrapporten.

10. In dat licht wordt nog opgemerkt dat de gepresenteerde winst over 2007 vrijwel geheel wordt bepaald door de verwerking van de transactie met Solon ten aanzien van Sol Holding. In de geconsolideerde winst- en verliesrekening is inzake Sol Holding ten onrechte een bate van € 78 miljoen verwerkt, zijnde € 40,5 miljoen als verwerkte ongerealiseerde waardestijging en een bedrag van € 37,5 miljoen als gerealiseerde winst op de ruil Silpro/BCE tussen Econcern en Solon als andere (48%) aandeelhouder. Curatoren hebben vastgesteld dat deze transactie is gebaseerd op gemanipuleerde waarderingsrapporten. PwC heeft de inhoud van deze waarderingsrapporten klakkeloos overgenomen en verzuimd deze met een professioneel-kritische houding te beoordelen.
11. Bij een juiste waardering van Sol Holding en Darwind had Econcern ultimo 2007 al niet meer voldaan aan de door het Consortium geëiste ratio's.
12. Ook de governance binnen Econcern vertoonde tal van gebreken. Meerdere belangrijke besluiten met grote financiële impact werden door het bestuur genomen zonder de commissarissen daarin te kennen dan wel terwijl de commissarissen over onjuiste althans onvolledige informatie beschikten. Daarnaast is sprake geweest van meerdere transacties met of uitbetalingen aan gelieerde partijen waarvan het arm's length karakter betwist kan worden. Een aantal van die transacties c.q. uitbetalingen hebben curatoren nog in onderzoek.
13. Resumerend kan worden vastgesteld dat:
 - (i) Econcern door haar vermogen en resultaten in 2006 en 2007 structureel veel te positief te presenteren, naar buiten toe welbewust maar ten onrechte de schijn wekte een solide financiële basis te hebben;

- (ii) als gevolg daarvan het feit dat ultimo 2007 al niet meer voldaan werd aan de ratio's van de syndicaatslening verhuld werd;
- (iii) het BP 2008–2012 eveneens veel te optimistisch en op veel punten zelfs volkomen irrealistisch was, waardoor het een veel te wankelende financiële basis had en forse risico's voor het voortbestaan van de onderneming met zich bracht;
- (iv) Econcern in het tweede kwartaal 2008 materieel insolvent was en slechts in leven kon blijven door eerst een overbruggingsfinanciering van SHV van € 40 miljoen en vervolgens nieuw garantievermogen van € 240 miljoen (met de opbrengst waarvan de overbruggingsfinanciering werd afgelost) aan te trekken, zulks op basis van een irrealistisch businessplan;
- (v) Econcern al kort nadien geconfronteerd werd met het feit dat het aangetrokken garantievermogen zo snel “verbrandde” als gevolg van grote operationele verliezen en de verstrekking door Econcern van zeer aanzienlijke voorfinancieringen ter zake van projecten waarvan de financial close uitbleef, dat zich spoedig een nieuwe liquiditeitscrisis (zoals die ook al bestond in de eerste maanden van 2008 en die toen werd opgelost door de genoemde overbruggingsfinanciering van SHV) aandiende;
- (vi) Econcern inderdaad vanaf december 2008, ruim een half jaar na de ontvangst van € 240 nieuw garantievermogen in mei 2008, in grote financiële problemen kwam te verkeren;
- (vii) de aandeelhouders SHV en Mondriaan na rijp beraad in het eerste kwartaal van 2009 besloten om geen nieuw garantievermogen te verstrekken;
- (viii) de syndicaatslening van € 150 miljoen per 1 april 2009 afliep en de banken, gelet op de deplorabele financiële toestand waarin Econcern inmiddels verkeerde (met een verlies van € 237 miljoen over 2008), door Econcern geen reëel perspectief op een verantwoorde continuering van de kredietrelatie kon worden geboden;

(ix) waardoor het faillissement van Econcern in juni 2009 onvermijdelijk was.

14. Schuldeisers hebben in de faillissementen van Econcern en dochtervennootschappen in totaal voor afgerond € 1 miljard aan vorderingen ingediend, waarvan een deel door curatoren wordt betwist. Aandeelhouders (SHV, Rabobank en Delta Lloyd) hebben voor afgerond € 250 miljoen aan kapitaal ingebracht, dat als verloren moet worden beschouwd. Tot heden is € 85 miljoen aan actief gerealiseerd. De door de faillissementen veroorzaakte schade voor schuldeisers en aandeelhouders is derhalve zeer aanzienlijk.

II Samenvatting

1. Inleiding

- 1.1 In november 1984 is de coöperatie Ecofys, de (rechts-)voorganger van Econcern, opgericht. In die periode werd veel onderzoek gedaan naar de mogelijkheden van duurzame energievoorziening. Na de oprichting in 1999 hield Econcern zich dan ook met name bezig met projecten, innovatieve diensten en producten voor duurzame energievoorziening. Econcern had vier divisies: Ecofys (advisering), Ecostream (zonne-energie), Evelop (windenergie) en Ecoventures (diverse innovatieve activiteiten op het gebied van duurzame energie, die geen onderdeel vormen van één van de andere drie genoemde categorieën).
- 1.2 Gedurende de periode waarover het onderzoek zich uitstrekt (1 januari 2006 tot en met 26 mei 2009 (datum surseance)) richtte Ecofys zich op advieswerkzaamheden voor zowel Econcern als externe partijen. Ecostream was leverancier en installateur/aannemer van duurzame zonne-

energiesystemen, die “groene” elektriciteit produceren. De systemen waren bestemd voor zowel de zakelijke markt als voor particuliere eindgebruikers en werden turn-key of los geleverd. Uiteindelijk was Ecostream vooral actief in de landen: Zwitserland, Nederland, België, Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje. De in- en verkoop van de systemen werd gecentraliseerd en vond plaats vanuit Zwitserland. Evelop was in de kern een projectontwikkelaar op het gebied van on- en offshore windenergie en zonneparken. In 2007 wijzigde het verdienmodel van Evelop. Was Evelop vóór 2007 ontwikkelaar, vanaf 2007 was zij zowel ontwikkelaar als bouwer, eigenaar en exploitant van duurzame energieproductie-capaciteit, waaronder ook begrepen vastgoed, met als doelstelling het verkrijgen van een meerderheidsbelang in de diverse projecten. De groei van de Evelop-organisatie is in feite gestart met de participatie van Econcern in ElH in augustus 2006. Daarmee verwierf zij een (indirect) belang in onder meer Koegorspolder, Afrikahaven en Distridam (allemaal nog te ontwikkelen onshore windparken) en breidde zij haar belang in Q7, een offshore windpark voor de kust van IJmuiden, uit. Eveneens kocht Evelop in 2006 de Franse vennootschap Terra Nova aan. Belangrijke projecten van Evelop in 2007 waren Belwind (een offshore windpark voor de kust van Zeebrugge), Piscadeira (een sea water airconditioning installatie op Curaçao), Bonaire (de ontwikkeling van een onshore windpark) en Gode Wind (een offshore windpark voor de kust van Duitsland).

Ecoventures richtte zich op de ontwikkeling van onder meer (de activiteiten van) OneCarbon, Innogrow, Solior, Duracar, Sol Holding (inclusief Silpro), Darwind en BMCH.

- 1.3 Econcern heeft in de periode 2005–2008 een enorme groei doorgemaakt, met name in de jaren 2006 en 2007. Bedroegen omzet, balanstotaal (het totaal in de onderneming geïnvesteerde vermogen) en eigen vermogen

volgens de jaarrekeningen van Econcern over c.q. ultimo 2005 nog € 44 miljoen, € 56 miljoen en € 13 miljoen, in 2007 bedroeg de omzet € 443 miljoen, het balanstotaal € 698 miljoen en het eigen vermogen € 197 miljoen. In 2007 realiseerde Econcern volgens haar jaarrekening een toename van de inkomsten met 85% tot € 443 miljoen. De gerapporteerde netto winst nam toe met 96% tot € 85 miljoen. Samengevat kunnen de belangrijkste financiële kerngegevens ten aanzien van het resultaat over de jaren 2005 tot en met 2008 als volgt worden weergegeven:

Econcern (€ million)	2004	2005	2006	2007	2008
	Realised	Realised	Realised	Realised	Realised
Revenues	35.1	44.3	239.2	443	313
Gross margin	23.5	23.3	68.6	151	24
Net result	4.2	6.6	43.5	85,8	-/-237

De Econcern-groep bestond per eind mei 2009 uit meer dan 200 vennootschappen in 24 landen op vrijwel alle continenten. Wereldwijd waren circa 1.300 personen werkzaam (ultimo 2008: 1.400), circa 1.150 op basis van een arbeidsovereenkomst. Het aantal medewerkers in Nederland bedroeg circa 800. Het merendeel van de Nederlandse werknemers was werkzaam in het – gehuurde – hoofdkantoor (bestaande uit zes kantoorgebouwen) van Econcern aan de Kanaalweg te Utrecht.

- 1.4 Econcern financierde haar groei deels door een in augustus 2007 aangetrokken “syndicated debt facility” van € 150 miljoen van een zestal banken (“**het Consortium**”) en deels door leningen en kapitaalstortingen door haar groot-aandeelhouders van € 240 miljoen, die in mei 2008 door SHV (houder van 40% van de aandelen Econcern) en Mondriaan (een joint venture van Rabobank en Delta Lloyd, 10% aandeelhouder in Econcern NV) ter beschikking was gesteld. Daarnaast werd voor projecten, waarin Econcern deelnam, zelfstandige financiering aangetrokken.
- 1.5 Deze door Econcern gerapporteerde groei werd mede gevoed door een sterke groei van de verschillende markten voor duurzame energie-productie en -producten. Deze markten kenden in 2007 een significante groei, zowel in vraag als aanbod. ‘Wind’ nam toe met 27%, ‘Zonnecellen’ (PV) met 50% en de markt voor CO²-emissierechten met 80%.
- 1.6 In de periode van 2005 tot en met 2009 heeft Econcern – naast haar jaarrekeningen – een tweetal businessplannen gepubliceerd: het Business Plan 2005 – 2010 en het Business Plan 2008 – 2012 ‘The Sustainable Energy Company’ (het BP 2008 – 2012), dat in november 2007 werd gepubliceerd. Uit deze businessplannen blijkt onder meer welke ambities Econcern voor haarzelf formuleerde.
- 1.7 Het door Econcern in het BP 2008 – 2012 geschetste groeiscenario was zeer ambitieus. Er werd in zes jaar tijd een omzetgroei van ruim € 8 miljard (zijnde 35 keer het omzetniveau van 2006) geprognoseerd. Bedroeg de omzet in 2006 nog € 239 miljoen, deze zou volgens het BP 2008 – 2012 groeien naar ruim € 8 miljard in 2012.

Hetzelfde gold voor de bedrijfsresultaten: de EBIT in 2012 zou 51 keer het niveau van 2006 bedragen (EBIT 2006 € 33 miljoen; EBIT 2012 € 1,704 miljoen) en het nettoresultaat over 2012 zou 31 keer het niveau van 2006 gaan bedragen (nettowinst 2006 € 43 miljoen; nettowinst 2012 € 1,346 miljoen).

- 1.8 Om die groei te kunnen financieren, ging Econcern in 2008 nog uit van een totale financieringsbehoefte van € 450 miljoen oplopend tot circa € 5,1 miljard ultimo 2012. In het BP 2008 – 2012 werd er hierbij van uitgegaan dat ten behoeve van projectgebonden investeringen Econcern zelfstandig non-recourse financiering zou gaan aantrekken.
- 1.9 Econcern is in 2007 gestart met het proces om tot uitbreiding van haar financiering te komen teneinde haar doelstellingen zoals geformuleerd in het BP 2008 – 2012 te kunnen realiseren. Zoals hiervoor verwoord, zijn Rabobank en Delta Lloyd in mei 2008 als aandeelhouders toegetreden. Daarnaast heeft SHV extra kapitaal ter beschikking gesteld. In totaal hebben deze partijen in mei 2008 € 240 miljoen aan kapitaal ter beschikking gesteld. In dat kader is in juli 2008 een nieuwe RvC aangetreden, die voor het eerst begin september 2008 heeft vergaderd. Onderdeel van de afspraken was eveneens dat er een CFO zou worden aangetrokken: Epskamp is in november 2008 bij Econcern als CFO in dienst getreden.
- 1.10 Reeds kort na het verstrekken van nieuw kapitaal in mei 2008 voorzag Econcern een tekort aan liquiditeit en trad zij in september 2008 met het Consortium in overleg over de uitbreiding van de ING-Faciliteit. Deze uitbreiding is nimmer geëffectueerd.

- 1.11 Begin februari 2009 heeft Econcern aan het Consortium en SHV, Rabobank en Delta Lloyd bericht dat zij niet meer voldeed aan de financiële covenants van de financieringsovereenkomsten. Deze partijen bleken niet bereid tot het verstrekken van de benodigde aanvullende middelen. In opdracht van Econcern heeft KPMG de organisatie gewaardeerd teneinde externe financiering te kunnen aantrekken of onderdelen te kunnen verkopen. In februari 2009 is er een personele reorganisatie begonnen die ten tijde van het uitspreken van de surseance van betaling nog niet was afgerond.
- 1.12 De jaarrekening 2008 is niet meer opgemaakt omdat aan Econcern op 26 mei 2009 surseance van betaling is verleend, waarna deze vennootschap en de diverse aan haar gelieerde entiteiten in staat van faillissement zijn verklaard.

2. BP 2008 – 2012

- 2.1 In het kader van het onderzoek zijn de totstandkoming van het in november 2007 gepubliceerde BP 2008 – 2012 en de daarin vervatte financiële prognoses onderzocht.
- 2.2 Uit het BP 2008 – 2012 blijkt voor Econcern een geprognosticeerde totale financieringsbehoefte van circa € 450 miljoen ultimo 2008 oplopend tot circa € 6,4 miljard ultimo 2012. Deze totale financieringsbehoefte kan als volgt worden gespecificeerd:

Econcern					
Projecties externe financieringen					
Bedrag x € 1.000					
	<i>ultimo</i> <i>2008</i>	<i>ultimo</i> <i>2009</i>	<i>ultimo</i> <i>2010</i>	<i>ultimo</i> <i>2011</i>	<i>ultimo</i> <i>2012</i>
Werkkapitaalfinanciering	223,00	378,00	550,00	496,00	285,00
Projectfinancieringen	222,00	820,00	1.920,00	3.475,00	5.096,00
Equity financiering (minority interests)	5,00	120,00	370,00	580,00	982,00
	450,00	1.318,00	2.840,00	4.551,00	6.363,00

De aan te trekken bancaire projectfinancieringen lopen op tot een bedrag van in totaal € 5,1 miljard ultimo 2012. Voor de projectgebonden investeringen zou Econcern zelfstandig non-recourse financiering aantrekken. Hierna zal worden toegelicht dat de door Econcern geprognosticeerde data voor het bereiken van financial close (waarbij op dat moment externe financiers zouden kunnen instappen in de diverse projecten) steeds werden opgeschoven. Daardoor ontstond er vrijwel direct na het aantrekken van de in § 1.9 genoemde leningen en kapitaalstorting van € 240 miljoen, een aanzienlijk liquiditeitstekort.

- 2.3 Uit het onderzoek is gebleken dat de aannames die ten grondslag hebben gelegen aan de calculaties en op grond waarvan met het BP 2008 – 2012 financiering is aangetrokken, veel te ambitieus en op tal van punten zelfs volkomen irrealistisch waren. Bovendien waren ze al snel in negatieve zin door de realiteit ingehaald. De in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde cash-flows zijn niet tijdig gerealiseerd vanwege sterk achterblijvende winsten en het feit dat projecten niet of niet tijdig werden opgeleverd dan wel niet of niet tijdig tot financial close zijn gekomen. De oorzaken hiervan zijn tweeledig: enerzijds was de realisatie in financiële en operationele zin tegenvallend en anderzijds waren de projecties veel te optimistisch.

2.4 De conclusie is dan ook dat de in het kader van het BP 2008 – 2012 in mei 2008 aangetrokken gelden al snel ontoereikend waren voor de uitvoering en exploitatie van de geprojecteerde plannen en projecten, terwijl besteding van de gelden deels niet overeenkwam met de in het BP 2008 – 2012 genoemde bestemmingen. Een deel van de in mei 2008 aangetrokken gelden diende ter financiering van de reeds op dat moment bestaande tekort in liquiditeit als gevolg van de ten opzichte van het BP 2008 – 2012 achterblijvende financiële performance over 2007 en 2008 tot op dat moment. Indien de op basis van het BP 2008 – 2012 aangetrokken gelden – en daarop vooruitlopend de overbruggingsfinanciering door SHV van € 40 miljoen – niet ter beschikking waren gesteld, zou Econcern in het voorjaar van 2008 reeds failliet zijn gegaan. Vanuit het oogpunt van adequaat risk management had verwacht mogen worden dat Econcern, voordat zij tal van kapitaalsintensieve projecten initieerde, reële prognoses ten aanzien van doorlooptijd van de diverse projecten had opgesteld en had gezorgd voor voldoende financiering. Bij Econcern was het andersom; in een groot aantal projecten was inmiddels veel geïnvesteerd *voordat* de benodigde externe (project)financiering rond was en zonder dat op holdingniveau voldoende garantievermogen was aangetrokken om het ontbreken van externe financiering op te kunnen vangen, met als gevolg dat Econcern in het voorjaar van 2008 qua liquiditeitspositie het water aan de lippen stond.

2.5 In aanvulling op hetgeen hiervoor is gesteld omtrent de afwijking van de projecties zoals ten aanzien van 2007 opgenomen in het BP 2008 – 2012 en de daadwerkelijke gerealiseerde omzetten en resultaten wordt verwezen naar onderstaande tabel. Opgemerkt wordt nog dat de in onderstaande tabel vermelde gegevens ten aanzien van de werkelijke realisatie in 2007 afwijken van de door Econcern in haar jaarrekening 2007 gerapporteerde cijfers (zoals

hiervoor weergegeven in § 1.3). Hierna zal in § 3 worden toegelicht dat de door Econcern in haar jaarrekeningen 2006 en 2007 gepubliceerde cijfers onjuist waren.

Econcern Projecties versus realisatie Bedragen x € 1.000			
Econcern	Projecties 2007	Realisatie 2007	Afwijking 2007
omzet	401.000	201.000	-200.000
resultaat voor VPB	89.000	-48.000	-137.000

- 2.6 Voor 2008 geldt dat onder meer de feitelijk gerealiseerde operationele kasstromen met € 68 miljoen zijn achtergebleven ten opzichte van de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde kasstromen. Een bedrag van € 91 miljoen had betrekking op de achterblijvende brutomarge 2008.
- 2.7 Ten aanzien van Ecosteam geldt dat de brutomarge in 2008 ver achterbleef omdat de gerealiseerde omzet ver achter bleef (gerealiseerde omzet € 170 miljoen en geprojecteerde omzet € 371 miljoen; een afwijking derhalve van € 201 miljoen) en omdat er geen marge van 12%, zoals geprognosticeerd in het BP 2008 – 2012, maar van 6% werd gerealiseerd.
- 2.8 Ten aanzien van Evelop geldt dat er in het BP 2008 – 2012 een brutomarge was geprojecteerd van € 83 miljoen terwijl er een negatieve marge van € 12 miljoen werd gerealiseerd, derhalve een afwijking van € 95 miljoen. De ontwikkeling van de brutomarge van Evelop in 2008 was negatief omdat de gerealiseerde omzet ver achterbleef bij de geprojecteerde omzet

(gerealiseerde omzet € 10 miljoen en geprojecteerde omzet – exclusief herwaarderingen – € 186 miljoen) hetgeen een achterblijvende marge van € 7 miljoen betekende en omdat er in 2008 een fors negatieve marge op de verkopen werd gerealiseerd van minus 176 % versus de 4%-brutowinstmarge die in het BP 2008 – 2012 werd geprognosticeerd hetgeen een achterblijvende marge van € 17 miljoen veroorzaakte. Deze componenten van een sterk achterblijvende omzet en een negatief brutomarge percentage resulteerden in een achterblijvende marge over 2008 van € 23 miljoen ten opzichte van de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde brutomarge van € 83 miljoen (waarvan € 76 miljoen other revenues).

- 2.9 Ten aanzien van de voor Evelop voor 2008 geprojecteerde ‘other revenues’ van € 76 miljoen werd in 2008 slechts voor € 5 miljoen aan ‘other revenues’ gerealiseerd. De grote verschillen in “other revenues” waren het gevolg van het niet bereiken van zogenaamde financial closes op de diverse individuele Evelop-projecten. Er was sprake van het bereiken van een financial close op het moment dat de externe financiering van het project – door toetreding van externe aandeelhouders en/of externe financiers – was gerealiseerd.
- 2.10 In onderstaande tabel zijn de financial closes op individueel Evelop – projectniveau weergegeven die ten grondslag lagen aan het budget 2008 van Evelop, waarbij de bijbehorende herwaarderingen naar fair value als meegenomen in de “other revenues” in het BP 2008 – 2012 in de laatste kolom zijn opgenomen.

REVALUATION AT FC					
Country	Project	Technology	FC in 2008	Total Capex Pipeline 11/12/07 € mln	Revaluation at FC
United Kingdom	Shearingham Shoal / Scira	WOS	pm	pm	
Belgium	Belwind	WOS	y	1000.0	50.0
Netherlands	Aldel-1	BIO	y	160.0	16.0
N/A	NYD	n/a	n	50.0	
Netherlands	Weststad III - vervanging Fr	WOL	y	20.0	4.6
Caribbean	Bonaire	WOL	y	35.0	0.0
Netherlands	Sloe_railwind	WOL	y	24.0	5.5
Caribbean	SWAC Curacao Piscadera	SWAC	y	20.0	0.6
Netherlands	Klooster Nieuwegein	WOL	y	20.0	4.6
Netherlands	Burgervlotbrug	WOL	y	6.0	1.4
Netherlands	Woerden	WOL	y	9.0	2.1
Netherlands	Heerhugowaard	WOL	y	8.5	2.0
				1352.5	86.7

2.11 Uit bovenstaande tabel blijkt dat voor 2008 was geprognosticeerd dat als gevolg van financial closes inzake bovenstaande projecten boekwinsten ten bedrage van circa € 87 miljoen (waarvan € 50 miljoen op project Belwind zag) konden worden verantwoord. Deze non-cash boekwinsten zijn door Econcern in haar winst- en verliesrekeningen in de verslagjaren tot en met 2007 ten onrechte als opbrengsten ("other revenues") verantwoord (zie ook hierna in § 3 ten aanzien van het conclusies omtrent de verslaggeving van Econcern). Uiteindelijk is voor geen van bovenstaande projecten financial close gerealiseerd gedurende 2008, zodat dientengevolge door Econcern geen enkele opbrengst terzake is verantwoord over 2008. Ook voor andere dan de hierboven vermelde Evelop-projecten is geen financial close bereikt in 2008.

2.12 De over 2008 verantwoorde "other revenues" ad € 5 miljoen hebben grotendeels betrekking op de behaalde boekwinst op de verkoop van Ecoventures van haar kapitaalbelang in Scira. Dit kapitaalbelang is verkocht in 2008.

2.13 Met het niet bereiken van financial close in 2008 ten aanzien van diverse Evelop projecten kon er evenmin geen projectfinanciering worden

aangetrokken. Er was begroot dat er een bedrag van € 217 miljoen aan projectfinanciering zou worden aangetrokken (via “equity financing” € 101 miljoen en via “non recourse” projectfinancieringen € 116 miljoen). Gedurende 2008 is slechts € 15 miljoen aan projectgerelateerde financiering aangetrokken. De belangrijkste reden daartoe is het niet bereiken van de financial close in de projecten Belwind, Bonaire, SWAC en Weststad.

- 2.14 Aan corporate financing is in 2008 € 254 miljoen aangetrokken tegenover de in het BP 2008 – 2012 voor 2008 geprojecteerde corporate finance behoefte (“financing need”) van € 113 miljoen. Dit verschil is met name veroorzaakt door het feit dat de in 2009 geprojecteerde aandelenemissies en andere vormen van aan te trekken risicodragende financieringen reeds in 2008 zijn gerealiseerd. Deze in 2008 aangetrokken financieringen zijn echter grotendeels aangewend ten behoeve van in 2008 optredende tekorten in de financiering en kasstromen in relatie tot de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde data. In feite is hiermee in 2008 het financieringsprobleem naar de toekomst “verlegd”.
- 2.15 Hiervoor is in § 2.5 toegelicht dat de in het BP 2008 – 2012 opgenomen financiële projecties over 2007 sterk afweken van de daadwerkelijke gerealiseerde resultaten over 2007. Curatoren hebben ook onderzocht op welke wijze de financiële projecties zoals die zijn opgenomen in het BP 2008 – 2012 tot stand zijn gekomen en welke informatie Econcern daarvoor heeft gebruikt. Curatoren hebben vastgesteld dat Econcern in 2008 op alle fronten zo ver achterbleef bij haar prognoses van een jaar eerder dat de conclusie geen andere kan zijn dan dat die prognoses volstrekt irrealistisch waren.

- 2.16 Zoals hiervoor is toegelicht, bleef Econcern ook in 2007 al ver achter op haar prognoses zoals verwoord in het BP 2008 – 2012. Dit was voor wat betreft 2008 ook per medio dat jaar al het geval, dus de financiële crisis die in het najaar van 2008 (na het faillissement van Lehman Brothers) een feit was, was hier niet de oorzaak van, welke conclusie ondersteund wordt door het gegeven dat de groei in de voor Econcern zo belangrijke markt voor windenergie in de Europese Unie als gevolg van de financiële crisis niet afnam. Die oorzaak was simpelweg dat de RvB van Econcern tegen beter weten in véél te optimistisch prognoses in het BP 2008 – 2012 had opgenomen, waarbij de RvB welbewust prognoses van de businessunitmanagers (c.q. van de managers van de betreffende deelnemingen) fors naar boven bijstelde dan wel grote druk uitoefende op die managers om hun prognoses zelf in positieve zin bij te stellen.
- 2.17 De RvC van Econcern is in de vergadering van 10 oktober 2007 dan ook onjuist geïnformeerd toen de RvB stelde dat het BP 2008 – 2012 een conservatief plan was. De prognoses waren niet conservatief, ze waren onrealistisch en het directe gevolg van zeer substantiële bijstelling naar boven door de RvB van binnen de groep opgestelde prognoses. Dat blijkt onder meer uit de opmerking ten aanzien van Ecostream in de RvC vergadering van 3 september 2007: *“With hindsight it can be said that Ecostream management was too optimistic when drawing up the budget 2007”*, terwijl kort daarna Van der Leun, aanwezig bij die vergadering van de RvC, het Ecostream-management opdroeg het budget 2008 met maar liefst € 100 miljoen (circa 37%) te verhogen.
- 2.18 Het gebrek aan realisme bij de RvB van Econcern hield aan in 2008.

Was het BP 2008 – 2012 met bijvoorbeeld een geprognoseerde omzet van Evelop over 2008 van € 262 miljoen al veel te optimistisch, in januari 2008 werd dit budget door de RvB van Econcern verhoogd omdat “*more projects will reach financial close in 2008 than anticipated in the business plan*”.

Waarop deze mededeling gebaseerd was, is onduidelijk. Uiteindelijk bereikte geen enkel project financial close in 2008 en bedroeg de omzet van Evelop over dat jaar een schamele € 14 miljoen.

3. Verslaggeving

- 3.1 Curatoren hebben ook onderzoek gedaan naar de externe financiële verslaggeving over de periode 2005 tot aan de datum van de surseance, waaronder de jaarrekeningen 2005 tot en met 2007 en de concept-jaarrekening 2008. De jaarrekeningen 2005 tot en met 2007 zijn voorzien van ongeclausuleerde goedkeurende accountantsverklaringen van de heer drs. F.S. van der Ploeg RA, verbonden aan PwC.
- 3.2 Curatoren hebben geconstateerd dat Econcern agressieve verslaggevingsmethodieken heeft gehanteerd. Indien een meer prudente verslaggevingshouding was ingenomen, zouden de geconsolideerde vermogensverhoudingen van Econcern er ruwweg als volgt hebben uitgezien:

Econcern					
Geconsolideerde balansen					
Bedragen x € 1.000					
	<i>draft annual accounts 31-12-2008</i>	<i>revised figures 31-12-2007</i>	<i>annual accounts 31-12-2007</i>	<i>annual accounts 31-12-2006</i>	<i>annual accounts 31-12-2005</i>
Group equity volgens jaarrekening	82.691	147.497	197.394	88.211	13.072
<i>Normalisaties:</i>					
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen WIP					
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen participations			-119.081	-38.907	
Eliminatie gerealiseerde herwaarderingen participations		-42.111	-42.111	-6.215	
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen CC's		-4.428	-4.428		
Afboeking posities Globasol		-19.000	-19.000		
Afboeking latente vpb-vorderingen		P.M.	P.M.		
Overige		P.M.	P.M.		
Belastingeffecten bovenstaande normalisaties		P.M.	P.M.		
"Genormaliseerd" eigen vermogen	82.691	81.958	12.774	43.089	13.072

3.3 Indien een meer prudente verslaggevingshouding was ingenomen, zouden de resultaten van Econcern er ruwweg als volgt hebben uitgezien:

Econcern					
Geconsolideerde winst- en verliesrekeningen					
Bedragen x € 1.000					
	<i>draft annual accounts 2008</i>	<i>revised figures 2007</i>	<i>annual accounts 2007</i>	<i>annual accounts 2006</i>	<i>annual accounts 2005</i>
Resultaten voor belastingen volgens jaarrekening	-155.117	16.966	70.832	29.181	2.954
<i>Normalisaties:</i>					
Eliminatie boekwinst aandelen					
Silpro/BMCH/overige		-42.111	-42.111	-6.215	
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen WIP					
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen participations			-53.768	-21.778	
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen CC's		-4.428	-4.428	0	
Afboeking posities Globasol		-19.000	-19.000		
Afboeking latente vpb-vorderingen		P.M.	P.M.		
Overige		P.M.	P.M.		
Belastingeffecten bovenstaande normalisaties			P.M.		
"Genormaliseerd" resultaat voor belastingen	-155.117	-48.573	-48.475	1.188	2.954

3.4 Voor 2006 geldt dat Econcern dan geen (door haar gerapporteerde) winst voor belasting van € 30 miljoen heeft gerealiseerd maar slechts een bescheiden winst van ruim € 1 miljoen (voor belastingen). Voor 2007 gaat het

om een gerapporteerde winst van € 70 miljoen (voor belastingen) terwijl er in werkelijkheid sprake was van een groot verlies van € 48 miljoen.

- 3.5 Bovendien blijkt uit onderstaande tabel dat – indien Econcern een meer prudente verslaggevingshouding had ingenomen – haar omzet ook een geheel ander beeld had laten zien:

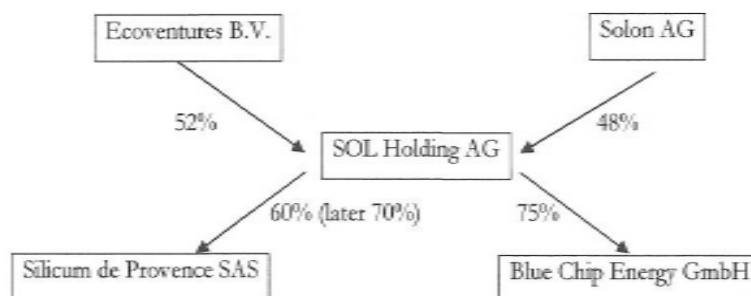
Econcern Geconsolideerde revenues Bedragen x € 1.000					
	<i>draft annual accounts 2008</i>	<i>revised figures 2007</i>	<i>annual accounts 2007</i>	<i>annual accounts 2006</i>	<i>annual accounts 2005</i>
Geconsolideerde netto-omzet	325.827	207.367	167.305	59.380	32.234
Geconsolideerde mutatie onderhanden werken	-22.461	6.263	164.003	138.156	5.427
Geconsolideerde overige opbrengsten	10.013	4.428	111.642	41.648	6.671
Geconsolideerde opbrengsten volgens jaarrekening	313.379	218.058	442.950	239.184	44.332
<i>Normalisaties:</i>					
Eliminatie mutaties WIP for own account	0	0	-95.000	-73.753	0
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen WIP	0	0	-27.000	-4.000	0
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen participations	0	0	-53.768	-21.778	0
Eliminatie gerealiseerde herwaarderingen participations	0	-42.111	-42.111	-6.215	0
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen CC's	0	-4.428	-4.428	0	0
Afboeking posities Globasol	0	-19.000	-19.000	0	0
"Genormaliseerde" opbrengsten	313.379	152.519	201.643	133.438	44.332

- 3.6 Er was dan geen sprake geweest van een omzet in 2006 van € 239 miljoen en in 2007 van € 443 miljoen, maar van een werkelijke omzet in 2006 van € 133 miljoen en een werkelijke omzet in 2007 van € 201 miljoen.

- 3.7 Door Econcern is op diverse punten gehandeld in strijd met de door haar als verslaggevingsnorm weergegeven Dutch GAAP. Diverse activa zijn ten onrechte tegen 'market values' gewaardeerd en de hierbij optredende ongerealiseerde herwaarderingen zijn ten onrechte rechtstreeks ten gunste

van de winst- en verliesrekening verantwoord. Bovendien heeft Econcern onjuiste criteria ten aanzien van de gehanteerde consolidatiekring, de waardering van de niet-geconsolideerde deelnemingen, het onderhandenwerk voor eigen rekening en de emissierechten toegepast. Curatoren constateren dan ook dat de jaarrekeningen 2006 en 2007 van Econcern onjuist zijn. De jaarrekeningen 2006 en 2007 zijn door PwC ten onrechte voorzien van ongeclausuleerde goedkeurende accountantsverklaringen.

- 3.8 De onjuiste waardering van Sol Holding heeft veruit de grootste impact gehad op de resultaten van Econcern over 2007. Ter zake is een winst opgenomen vanwege de ruil van aandelen Silicium de Provence SAS ("Silpro")/ Blue Chip Energy GmbH ("BCE") van € 37,5 miljoen en een bate van € 40,5 miljoen vanwege een ongerealiseerde waardestijging. Voorts is het 52% belang van Econcern in Sol Holding op € 81 miljoen gewaardeerd. De achtergrond hiervan was de ruiltransactie tussen Econcern en het beursgenoteerde Duitse Solon AG. Econcern heeft het door haar aangehouden kapitaalbelang in Silpro geruild in het door Solon aangehouden kapitaalbelang in BCE. Deze ruil werd gestructureerd via de Duitse vennootschap Sol Holding. Na de transactie hield Econcern een belang van 52% in Sol Holding en Solon hield een belang van 48%. Deze ruil resulteerde in de volgende aandelenverhoudingen:



3.9 De ruil die heeft geleid tot de uiteindelijke eigendomsverhoudingen binnen Sol Holding is gebaseerd op reeds begin 2007 tussen Econcern en Solon overeengekomen percentages: Econcern zou – ook na de inbreng van Silpro en BCE – 52% van de aandelen in Sol Holding houden en Solon 48%. Men heeft er vervolgens voor gezorgd dat W+ST Wirtschafts- und Steuerberatung AG ('W+ST') respectievelijk PKF Wirtschaftsprüfung & Beratung ('PKF') bereid waren om Silpro respectievelijk BCE zodanig te waarderen, dat 60% van de waarde van Silpro staat tot 75% van de waarde van BCE, precies zou uitkomen op de reeds lang te voren overeengekomen verhouding 52 staat tot 48. Dat blijkt ook uit de notulen van de RvC vergadering van Sol Holding van 27 juni 2007, waarin de RvC ten aanzien van de waardering van Silpro en BCE het volgende heeft besloten: "*Valuation/contribution in kind: Regardless of the market value 75% shareholding in BCE should equal 60% of shareholding in SILPRO.*" Er is derhalve sprake van gemanipuleerde waarderingsrapporten die louter ten doel hadden om naar een van tevoren bepaald eindresultaat te rekenen. In de waarderingsrapporten per 30 september 2007 opgesteld door W+ST en PKF is de waarde van Silpro gesteld op € 136,5 miljoen en die van BCE op € 98,6 miljoen. 60% van € 136,5 miljoen is € 81,9 miljoen; 75% van € 98,6 miljoen is € 73,95 miljoen. 81,9 staat tot 73,95 is afgerond 52 staat tot 48. Beide waardes betreffen de zogenaamde Enterprise Values; die waardes zijn berekend op basis van door Silpro en BCE zelf opgegeven toekomstige kasstromen. De in die waarderingsrapporten gebruikte parameters zijn niet alleen gemanipuleerd, maar – voor wat betreft Silpro – ook volstrekt onrealistisch en bovendien achterhaald.

3.10 Econcern heeft het belang in Sol Holding ten onrechte tegen de vermeende fair value gewaardeerd, zijnde de waarde van het gehouden procentuele belang op basis van de hierboven genoemde waarderingsrapporten. In dat

verband is geconcludeerd dat uit dien hoofde Econcern haar vermogen ultimo 2007 zeer fors te hoog heeft weergegeven. PwC heeft de jaarrekening 2007 ook op dit punt ten onrechte voorzien van een goedkeurende accountantsverklaring.

- 3.11 Daarnaast heeft Econcern ten onrechte in haar jaarrekening 2007 een gerealiseerde boekwinst ad € 37,5 miljoen in verband met de vervreemding van haar belang in Silpro aan Sol Holding verantwoord. Omdat sprake is van een ruil en de ruil is gebaseerd op toekomstige kasstromen (immers zowel de door Silpro als de door BCE te exploiteren fabrieken waren nog in aanbouw; zij waren ten tijde van de ruil nog ver weg van ingebruikname) kan geen sprake zijn van gerealiseerde boekwinsten, maar is er slechts sprake van opwaardering naar (theoretische) marktwaarden. Derhalve is de wijze van verantwoording van de boekwinst, die is gerealiseerd in het kader van de ruiltransactie, in strijd met het voor de (Nederlandse) jaarverslaggeving van eminent belang zijnde voorzichtigheidsbeginsel, dit nog los van het feit dat ook die € 37,5 miljoen gebaseerd was op een gemanipuleerde, deels achterhaalde en volstrekt onrealistische waardering. Dat geldt eveneens voor het hiervoor in § 3.8 genoemde bedrag van € 40,5 miljoen ten aanzien van de ongerealiseerde waardeinstijging. Ook voor deze post geldt dat PwC de jaarrekening 2007 op dit punt ten onrechte heeft voorzien van een goedkeurende accountantsverklaring.

4. Aansprakelijkheid Econcern voor financieringen van individuele projectvennootschappen en niet geconsolideerde joint ventures

- 4.1 Econcern heeft zich voor diverse projectvennootschappen en niet geconsolideerde joint ventures garant gesteld voor de verplichtingen die

voortvloeien uit rechtshandelingen (waaronder de aangegane financieringsovereenkomsten). De daarmee verband houdende latente verplichtingen waren overigens niet verantwoord in de jaarrekening 2007 van Econcern. De concept-jaarrekening 2008 van Econcern vermeldt op pagina 37 dat Econcern voor € 64,5 miljoen '*corporate guarantees*' uit had staan ten behoeve van '*credit facilities to Econcern participations and relating to the construction to an off shore windpark*'.

- 4.2 De notulen van de vergadering van de RvC d.d. 24 januari 2008 vermelden ten aanzien van het budget van Evelop dat de projecten non-recourse zouden worden gefinancierd, zodat ze geen impact zouden hebben op de cash positie van Econcern. De RvB van Econcern informeerde de RvC van Econcern op dit punt onjuist, omdat wel degelijk sprake was van projecten die een financiering hadden aangetrokken waarvoor Econcern op een of andere wijze garant stond of die anderszins gevolgen had voor haar financiële positie. Bovendien hebben de projecten tot een aanzienlijke uitgaande kasstroom geleid tot aan het moment van het bereiken van financial close (die in 2008 in weerwil van de prognoses bij alle Evelop projecten uitbleef).
- 4.3 In het kader van het aantrekken van het de financiering op grond van het BP 2008 – 2012 is eveneens ten aanzien van de door de projectvennootschappen aan te trekken financiering van € 5,1 miljard ultimo 2012 uitgegaan van het non-recourse principe. In het commentaar op het concept-onderzoeksrapport dat curatoren op 10 oktober 2013 namens onder meer Rabobank heeft ontvangen is ten aanzien van het non-recourse karakter door Rabobank aanvullend het volgende naar voren gebracht:

“Wat de financieringsbehoefte van Econcern betrof, verkeerden Rabobank en de andere aandeelhouders van Econcern echter in de veronderstelling dat projecten, in het bijzonder de projecten van Evelop, in beginsel op ‘non-recourse’ basis waren gefinancierd. Zie over dit non-recourse principe onder meer (...) de volgende passage uit de notulen van de RvC-vergadering van 24 januari 2008 over projecten van Evelop wordt geciteerd: “All projects will be non-recoursed financed, so they will not have an impact on the Company’s cash-position.” Rabobank is pas later op de hoogte geraakt van het feit dat er bepaalde projecten waren die niet non-recourse gefinancierd waren, bijvoorbeeld omdat door Econcern bepaalde garanties waren verstrekt zoals bij BMCH het geval was. De hieruit voortvloeiende financiële verplichtingen voor Econcern waren dan ook niet voorzien in de berekende financieringsbehoefte in het kader van het project Sustain.

Juist het feit dat een groot aantal grote projecten van Econcern uiteindelijk niet op een non-recourse basis gefinancierd bleek te zijn heeft in niet geringe mate bijgedragen aan de latere financiële problemen van Econcern. Waren alle relevante projecten wel non-recourse gefinancierd geweest, dan waren de gevolgen van het ‘mislukken’ van een project enkel geweest dat het betreffende project naar nul afgewaardeerd zou moeten worden, waardoor onder de streep een (beperkt) verlies aan reeds gemaakt ontwikkelingskosten genomen zou moeten worden. In werkelijkheid bleek Econcern in het kader van bepaalde projecten (voor)financieringen op zich genomen te hebben die konden oplopen tot tientallen miljoenen zoals bij Belwind het geval was.”

- 4.4 De belangrijkste financieringen aan projectvennootschappen en niet geconsolideerde joint ventures waarvoor Econcern zich garant heeft gesteld of die na financial close anderszins gevolgen hadden voor de financiële

positie van Econcern zijn Q7, Evelop Netherlands B.V. (en de daarmee verband houdende financiering aan Kabo 1 en Kabo 2 (Godewind)), Windpark Afrikahaven, Windpark Distridam VOF, Piscadera, Win Wind, Koegorspolder C.V., BMCH, Scira en Betronic.

5. Kasstromen

- 5.1 Econcern heeft over boekjaren 2007 en 2008, alsmede over de periode januari tot en met mei 2009 fors negatieve bedrijfsresultaten gerealiseerd. Deze negatieve bedrijfsresultaten hebben tot grote uitgaande kasstromen geleid.
- 5.2 Daarnaast zijn er door Econcern grote bedragen in individuele projecten en ondernemingen geïnvesteerd. Deze investeringen zijn grotendeels gefinancierd met (i) de gelden die Econcern heeft aangetrokken door middel van de ING-Faciliteit en (ii) de in mei 2008 aangetrokken aandeelhoudersfinancieringen.
- 5.3 Ten aanzien van de kasstromen over 2007, 2008 en 2009 (tot aan datum surseance), worden in onderstaande tabel een aantal in het oog springende allocaties van kasstromen naar individuele ondernemingen en projecten samengevat:

Econcern	
Kasstroken 2007/2008/2009	
Bedragen x € 1 miljoen	
Econcern NV (holding; operationele kasstromen)	-36
Econcern NV; uitkoop certificaathouders	-28
Ecostream	-44
BMCH	-28
Belwind	-33
SOL Holding	-30
Scira	-11
Econcern Power Assets Internat.	-11
Darwind	-10
Bonaire	-9
Godewind	-9
Nordex	-7
Terra Nova	-5
Evelop France	-4
Ecofys	-3
Piscadera	-3
	<u>-271</u>

6. Governance

6.1 Uit de notulen van de RvB over de jaren 2006 t/m juni 2008 blijkt dat binnen de RvB niet of nauwelijks gesproken werd over de (financiële) risico's die gepaard gingen met de projecten waarin door Econcern werd geparticipeerd, terwijl in die jaren de meeste en belangrijkste projecten zijn opgestart, ten aanzien waarvan Econcern als aandeelhouder aanzienlijke bedragen diende voor te financieren in de periode voorafgaand aan financial close. Als voorbeelden worden genoemd Sol Holding/Silpro en Belwind, waar Econcern voorafgaand aan financial close respectievelijk € 30 en € 33 miljoen heeft voorgefinancierd.

6.2 De RvB ging over tot forse investeringen in de aankoop van (belangen in de) vennootschappen als Win Wind (€ 13 miljoen), EIH (€ 10 miljoen), Bright Capital Partners (€ 1,5 miljoen), Terra Nova (€ 4 miljoen) en Godewind

(minimaal € 25 miljoen, los van een voorwaardelijke koopprijs van minimaal € 5 miljoen en een earn out verplichting van maximaal € 57 miljoen), zonder dat uit de notulen van de vergaderingen van RvB en RvC blijkt van een deugdelijke analyse voorafgaand aan deze aankopen van de waarde van die vennootschappen en van de beheersbaarheid van de vele en omvangrijke projecten die Econcern onder zich kreeg. Datzelfde geldt voor relevante onderwerpen als interne controle en administratieve organisatie; de notulen van de RvB vergaderingen zijn op die punten summier te noemen.

- 6.3 Pas na het aantrekken van de financiering in het kader van het BP 2008 – 2012 in mei 2008 is de kwaliteit van de notulen van de vergaderingen van de RvB aanzienlijk verbeterd; deze werden uitgebreider en voorzien van een besluiten- en actielijst. Na de komst van Epskamp in november 2008 vond er in de RvB vergaderingen een gedegen risico analyse plaats van de verschillende projecten.
- 6.4 In de RvC vergaderingen werden projecten uitgebreider besproken dan in de RvB vergaderingen, maar de RvC werd dienaangaande veelvuldig onjuist of onvolledig voorgelicht door de RvB. In de beginfase van projecten (waaronder het Project Q7 en Sol Holding) werd de RvC voorgehouden dat er geen sprake zou zijn van investeringen vanuit Econcern, terwijl vrij snel bleek dat dat geen reële voorstelling van zaken was. De informatieverstrekking vanuit de RvB die ten grondslag lag aan forse investeringen in ElH en Sol Holding was onjuist of onvolledig. Ook werden de door de RvC toegestane investeringsbedragen zonder genotuleerde goedkeuring van de RvC verhoogd. Ook in de RvC vergaderingen werd van de projecten geen gedegen risicoanalyse voorgelegd en voor het eerst in 2008 kwamen onderwerpen als

risk management, interne controle en administratieve organisatie in de RvC aan de orde.

6.5 De RvB van Econcern hield niet alleen de RvC onjuiste of onvolledige informatie voor, maar heeft in 2007 en 2008 aan het Consortium compliance certificates verstrekt waarbij zij rapporteerde dat de ratio's ruimschoots binnen de door het Consortium gestelde eisen gebleven. Feit is echter dat Econcern op alle rapporteringsdata in werkelijkheid bij lange na niet aan de door het Consortium gestelde financieringsratio's had voldaan. Ook heeft de RvB het Consortium onjuiste c.q. onvolledige informatie verstrekt over Silpro, waarmee zij op 10 oktober 2008 nog goedkeuring heeft verkregen om aan Sol Holding aanvullende aandeelhoudersleningen van € 20 miljoen te verstrekken (waarvan een bedrag van afgerond € 4,6 miljoen reeds voor het verkrijgen van deze goedkeuring door Econcern was verstrekt).

6.6 Met of door een aantal personen zijn afspraken gemaakt, waarvan het de vraag is of deze in het belang van Econcern zijn geweest, althans of de governance ter zake wel voldoende was verzekerd. Deze afspraken zijn veelal niet in deugdelijke overeenkomsten vastgelegd, er zijn niet de nodige zekerheden ingebouwd en/of personen hebben ter zake solistisch geopereerd, terwijl de goedkeuring van de RvB was vereist c.q. voor de hand had gelegen. Curatoren hebben een aantal van deze kwesties nog in onderzoek.

1. Inleiding

- 1.1 Curatoren hebben onderzoek gedaan naar de feiten en omstandigheden die hebben geleid tot het faillissement van Econcern en de aan haar gelieerde vennootschappen. Daarnaast zijn het aantrekken en de besteding van de door externe partijen aan Econcern ter beschikking gestelde gelden alsmede de deelname van Econcern in de diverse projecten onderzocht. Bovendien is onderzoek gedaan naar verslaggeving en de in dat kader gehanteerde verslaggevingsnormen. Ook de wijze van aansturing van Econcern is in het onderzoek aan de orde gekomen alsmede de rol en betrokkenheid van diverse functionarissen.
- 1.2 Enerzijds is dit onderzoek verricht teneinde inzicht te verkrijgen in de redenen waarom Econcern failliet is gegaan. Anderzijds vindt dit onderzoek plaats met het oog op de mogelijke vaststelling van aansprakelijkheden van de bij Econcern betrokken personen. Het rapport bevat echter geen juridische conclusies omtrent aansprakelijkheid. Die conclusies zullen in een later stadium getrokken worden. Gezien de omvang van het gehele rapport (meer dan 800 pagina's met circa 700 bijlagen) is er ten behoeve van de publicatie voor gekozen om de onderhavige, verkorte versie op te stellen.
- 1.3 De onderzochte periode strekt zich in het algemeen uit over de jaren 2006 tot aan de surseance in mei 2009. Ten aanzien van bepaalde projecten is echter ook aandacht besteed aan ontwikkelingen in de jaren voorafgaand aan

2006 omdat die ontwikkelingen voor een juist en totaal beeld van belang werden geacht.

- 1.4 Curatoren hebben zich in hun onderzoek laten bijstaan door de heer drs. B.J. Scholten RA, accountant bij BDO te Nijmegen, en door mrs P.V. Kleijn en E.L. Zetteler, advocaten bij Wijn & Stael Advocaten N.V. te Utrecht.

2. Onderzoek

- 2.1 In het kader van het onderzoek is kennisgenomen van diverse bronnen, waaronder de administratie, de datarooms die in het kader van het Business Plan 2008 – 2012 "The Sustainable Energy Company" d.d. november 2007 ("**BP 2008 – 2012**") alsmede in het kader van de herstructurering begin 2009 zijn opgesteld, e-mailcorrespondentie van bij Econcern betrokken personen en de door Econcern gepubliceerde jaarrekeningen en rapporten van PwC. Tevens zijn de notulen van de vergaderingen van de Raad van Bestuur ("**RvB**"), de Raad van Commissarissen ("**RvC**") en de Audit Committee van Econcern bestudeerd.
- 2.2 Tevens is gesproken met een groot aantal betrokkenen, in bepaalde gevallen in aanwezigheid van een externe notulist.
- 2.3 Het rapport is voor commentaar voorgelegd aan een aantal betrokkenen, die (ten dele) van de mogelijkheid tot het geven van commentaar gebruik hebben gemaakt. Voor zover relevant geacht, is dat commentaar verwerkt in deze verkorte versie.

3. Indeling

- 3.1 In hoofdstuk 2 tot en met 9 wordt ingegaan op onderwerpen die voor de gehele onderneming van Econcern van belang zijn.

In hoofdstuk 10 tot en met 21 komen de diverse projecten en de ontwikkelingen binnen de divisie Ecostream aan de orde.

- 3.2 In dit rapport zijn de onderzoeksresultaten tot 1 december 2013 verwerkt. Ten aanzien van een aantal aspecten vindt nog nader onderzoek plaats.

Hoofdstuk 2 De ontwikkeling en historie van Econcern

1. Inleiding

- 1.1 In november 1984 is de coöperatie Ecofys, de (rechts-)voorganger van Econcern, opgericht. In die periode werd veel onderzoek gedaan naar de mogelijkheden van duurzame energievoorziening. Na de oprichting in 1999 hield Econcern zich dan ook met name bezig met projecten, innovatieve diensten en producten voor duurzame energievoorziening. Econcern had vier divisies: Ecofys (advisering), Ecostream (zonne-energie), Evelop (windenergie) en Ecoventures (diverse innovatieve activiteiten op het gebied van duurzame energie, die geen onderdeel vormen van één van de andere drie genoemde categorieën).
- 1.2 Econcern heeft in de periode 2005–2008 een enorme groei doorgemaakt, met name in de periode tussen 2005 en 2007. Bedroegen omzet, balanstotaal (het totaal in de onderneming geïnvesteerde vermogen) en eigen vermogen over c.q. ultimo 2005 nog € 44 miljoen, € 56 miljoen en € 13 miljoen, in 2007 bedroeg de omzet € 443 miljoen, het balanstotaal € 698 miljoen en het eigen vermogen € 197 miljoen.¹ Samengevat kunnen de belangrijkste financiële kerngegevens over de jaren 2005 tot en met 2008 als volgt worden weergegeven:

¹ Deze cijfers zijn afkomstig uit de goedgekeurde jaarrekening 2007 van Econcern. Later zijn deze cijfers gewijzigd; op deze wijziging wordt hierna in hoofdstuk 3 (Verslaggeving) nader ingegaan.

Econcern (€ million)	2004	2005	2006	2007	2008
	Realised	Realised	Realised	Realised	Realised
Revenues	35.1	44.3	239.2	443	313
Gross margin	23.5	23.3	68.6	151	24
Net result	4.2	6.6	43.5	85,8	-/-237

1.3 Econcern financierde haar groei deels door een in augustus 2007 aangetrokken “syndicated debt facility” van € 150 miljoen van een zestal banken (“**het Consortium**”) en deels door leningen en kapitaalstortingen door haar grootaandeelhouders van € 240 miljoen, die in mei 2008 door SHV (houder van 40% van de aandelen Econcern) en Mondriaan (een joint venture van Rabobank en Delta Lloyd, 10% aandeelhouder in Econcern NV) ter beschikking was gesteld.² Daarnaast werd voor projecten, waarin Econcern deelnam, zelfstandige financiering aangetrokken.

1.4 De Econcern-groep bestond per eind mei 2009 uit meer dan 200 vennootschappen in 24 landen op vrijwel alle continenten. Wereldwijd waren circa 1.300 personen werkzaam (ultimo 2008: 1.400), circa 1.150 op basis van een arbeidsovereenkomst. Het aantal medewerkers in Nederland bedroeg circa 800. Het merendeel van de Nederlandse werknemers was werkzaam in het – gehuurde – hoofdkantoor (bestaande uit zes kantoorgebouwen) van Econcern aan de Kanaalweg te Utrecht.

² De resterende 50% van de aandelen was in handen van de Stichting Administratiekantoor Ecoshares I en de Stichting Administratiekantoor Ecoshares II, welke stichtingen op hun beurt de certificaten hadden uitgegeven aan leden van het management en (andere) werknemers van Econcern.

- 1.5 In de periode van 2005 tot en met 2009 heeft Econcern – naast haar jaarrekeningen – een tweetal businessplannen gepubliceerd: het Business Plan 2005 – 2001³ en het Business Plan 2008 – 2012 ‘The Sustainable Energy Company’ (het BP 2008 – 2012), dat in november 2007 werd gepubliceerd. Uit deze businessplannen blijkt welke ambities Econcern voor haarzelf formuleerde en welke ontwikkeling Econcern in de afgelopen jaren heeft doorgemaakt.
- 1.6 Het door Econcern in het BP 2008 – 2012 geschetste groeiscenario was zeer ambitieus. Er werd in zes jaar tijd een omzetgroei van ruim € 8 miljard (zijnde 35 keer het omzetniveau van 2006) geprognosticeerd). Bedroeg de omzet in 2006 nog € 239 miljoen, volgens het BP 2008 – 2012 zou deze in 2012 groeien naar ruim € 8 miljard. Hetzelfde gold voor de bedrijfsresultaten: de EBIT in 2012 zou 51 keer het niveau van 2006 bedragen (EBIT 2006 € 33 miljoen; EBIT 2012 € 1,704 miljoen) en het nettoresultaat over 2012 zou 31 keer het niveau van 2006 gaan bedragen (nettowinst 2006 € 43 miljoen; nettowinst 2012 € 1,346 miljoen).
- 1.7 Om die groei te kunnen financieren, ging Econcern in 2008 nog uit van een totale financieringsbehoefte van € 450 miljoen oplopend tot circa € 5,1 miljard ultimo 2012. In het BP 2008 – 2012 werd er hierbij van uitgegaan dat ten behoeve van projectgebonden investeringen Econcern zelfstandig non-recourse financiering zou gaan aantrekken: financiering die door projectvennootschappen zelf werd aangetrokken zonder dat er sprake was van een hoofdelijke aansprakelijkheid van andere Econcern vennootschappen.

³ In dit hoofdstuk zullen de ontwikkelingen en historie van Econcern vanaf 2006 worden besproken. De ontwikkelingen in de daaraan voorafgaande jaren komen slechts aan de orde voor zover deze relevant zijn voor de ontwikkelingen vanaf 2006.

2. De businessunits van Econcern

- 2.1 Binnen Econcern was er sprake van een viertal businessunits: Ecofys (adviesing), Ecostream (zonne-energie), Evelop (windenergie) en Ecoventures (diverse innovatieve activiteiten op het gebied van duurzame energie, niet behorend tot één van de andere drie genoemde categorieën).
- 2.2 Ecostream was leverancier en installateur/aannemer van duurzame zonne-energiesystemen, die “groene” elektriciteit produceren. De in- en verkoop van de systemen werd gecentraliseerd en vond plaats vanuit Zwitserland.
- 2.3 Evelop was in de kern een projectontwikkelaar op het gebied van on- en offshore windenergie en zonneparken. In 2007 wijzigde het verdienmodel van Evelop. Was Evelop vóór 2007 ontwikkelaar, vanaf 2007 was zij zowel ontwikkelaar als bouwer, eigenaar en exploitant van duurzame energieproductie-capaciteit, waaronder ook begrepen vastgoed, met als doelstelling het verkrijgen van een meerderheidsbelang in de diverse projecten. De groei van de Evelop-organisatie is in feite gestart met de participatie van Econcern in ElH⁴ in augustus 2006. Daarmee verwierf zij een (indirect) belang in onder meer Koegorspolder⁵ (een onshore windpark bij Terneuzen), Afrikahaven⁶ (een onshore windpark in de Afrikahaven te Amsterdam) en Distridam en breidde zij haar belang in Q7⁷, een offshore windpark voor de kust van IJmuiden), uit. Eveneens kocht Econcern in 2006 de Franse vennootschap Terra Nova⁸ aan. Belangrijke projecten van Evelop in

⁴ Hoofdstuk 10 (ElH).

⁵ Hoofdstuk 14 (Koegorspolder).

⁶ Hoofdstuk 15 (Afrikahaven).

⁷ Hoofdstuk 11 (Q7).

⁸ Hoofdstuk 9 (Governance).

2007 waren Belwind⁹ (een offshore windpark voor de kust van Zeebrugge), Piscadeira (een sea water airconditioning installatie op Curaçao) en Bonaire (de ontwikkeling van een windpark) en Gode Wind.¹⁰

- 2.4 Ecoventures richtte zich op de ontwikkeling van onder meer (de activiteiten van) OneCarbon¹¹, Innogrow, Solior, Duracar, Sol Holding¹² (inclusief Silpro), Darwind¹³ en BMCH¹⁴.

3. De ontwikkelingen van Econcern in 2007 nader beschouwd

- 3.1 Nadat Econcern in 2006 sterk groeide, zette deze explosieve groei zich in 2007 voort. De RvC van Econcern schreef in de jaarrekening 2007 dat de organisatiestructuur en procedure en de financiële governance waren aangepast op de snelle groei en (internationale) expansie van Econcern.
- 3.2 Gebleken was dat financiering één van de meest kritische aspecten in de realisatie van duurzame energieprojecten was (met name het verschaffen van eigen vermogen). Hiertoe is Evelop in 2007 een samenwerking aangegaan met ABP en PGGM in het Ampère Fund: dit fonds zou een minderheidsbelang in een project¹⁵ houden; Evelop zou een meerderheidsbelang houden. In het kader van het Ampère Fund is door ABP en PGGM enerzijds en Delta Lloyd anderzijds in 2007 € 100 respectievelijk € 50 mio geïnvesteerd, waarmee een deel van het project Koegorspolder door het fonds is verworven.

⁹ Hoofdstuk 13 (Belwind).

¹⁰ Hoofdstuk 12 (Gode Wind).

¹¹ Hoofdstuk 21 (One Carbon).

¹² Hoofdstuk 18 (Sol Holding).

¹³ Hoofdstuk 17 (Darwind).

¹⁴ Hoofdstuk 19 (BMCH).

¹⁵ Gewaardeerd tegen een zeker vooraf vastgestelde rentabiliteit op het ingebrachte eigen vermogen.

3.3 Eveneens heeft in december 2007 de omzetting van de door SHV verstrekte lening van € 30 miljoen plaatsgevonden. Dit heeft echter niet geleid tot een cash-inflow omdat het een omzetting van een lening in aandelenkapitaal betrof zonder (aanvullende) contante inbreng. Integendeel, teneinde de conversie mogelijk te maken dienden allereerst zittende certificaathouders (zijnde personeelsleden van Econcern) te worden uitgekocht, hetgeen in december tot een cash-outflow van circa € 28 miljoen leidde.

4. De ontwikkelingen van Econcern in 2008 nader beschouwd

4.1 Econcern is in 2007 gestart met het proces om tot uitbreiding van haar financiering te komen teneinde haar doelstellingen zoals geformuleerd in het BP 2008 – 2012 te kunnen realiseren. Uiteindelijk zijn Rabobank en Delta Lloyd in mei 2008 als aandeelhouders toegetreden. Daarnaast heeft SHV extra kapitaal ter beschikking gesteld. In totaal hebben deze partijen in mei 2008 € 240 miljoen aan kapitaal ter beschikking gesteld. In dat kader is in september 2008 een nieuwe RvC aangetreden, die voor het eerst begin september 2008 heeft vergaderd. Onderdeel van de afspraken was eveneens dat er een CFO zou worden aangetrokken: Epskamp is in november 2008 bij Econcern als CFO in dienst getreden.

4.2 Reeds kort na het verstrekken van nieuw kapitaal in mei 2008 voorzag Econcern een tekort aan liquiditeit en trad zij in september 2008 met het Consortium in overleg over de uitbreiding van de ING-Faciliteit. Deze uitbreiding is nimmer geëffectueerd.

4.3 Econcern ontplooidde in 2008 wel een aantal initiatieven, waaronder de potentiële overname van Colexon met een marktwaarde van € 40 miljoen, de

potentiële overname van Deerns met een koopprijs van € 40 miljoen en de potentiële samenwerking met Gazprom. Geen van deze initiatieven zijn tot wasdom gekomen. Bovendien trad telkens vertraging op in de projecten zodat het bereiken van financial close¹⁶ opschoof. Er zijn geen nieuwe projecten op het gebied van duurzame energie ontwikkeld.

5. De ontwikkelingen van Econcern in 2009 nader beschouwd

- 5.1 Begin februari 2009 heeft Econcern aan het Consortium en SHV, Rabobank en Delta Lloyd bericht dat zij niet meer voldeed aan de financiële convenants van de financieringsovereenkomsten. De betrokken partijen hebben toen de mogelijkheden van een herstructurering buiten faillissement bekeken. In opdracht van Econcern heeft KPMG de organisatie gewaardeerd teneinde externe financiering te kunnen aantrekken of onderdelen te kunnen verkopen. Uiteindelijk bleek deze herstructurering buiten faillissement niet mogelijk te zijn. Het Consortium, SHV, Rabobank en Delta Lloyd waren om verschillende redenen niet bereid tot het verstrekken van aanvullende middelen.
- 5.2 De jaarrekening 2008 is niet meer opgemaakt omdat aan Econcern op 26 mei 2009 surseance van betaling is verleend, waarna deze vennootschap en de diverse aan haar gelieerde entiteiten in staat van faillissement zijn verklaard.

¹⁶ Er was sprake van het bereiken van een financial close op het moment dat externe partijen een aandeel namen in de projectvennootschappen dan wel dat er projectfinanciering was verstrekt.

Hoofdstuk 3 Verslaggeving

1. Inleiding

- 1.1 In het kader van het onderzoek is de externe financiële verslaggeving over de periode 2006 tot aan de datum van de surseance bestudeerd, waaronder de jaarrekeningen 2005 tot en met de concept-jaarrekening 2008 en de door de accountant (PriceWaterhouseCoopers; hierna: '**PwC**') aan de RvC van Econcern uitgebrachte Board Reports ten aanzien van de jaren 2005 tot en met 2007.
- 1.2 De jaarrekeningen 2005 tot en met 2007 zijn voorzien van ongeclausuleerde goedkeurende accountantsverklaringen van de heer drs. F.S. van der Ploeg RA, verbonden aan PwC. Deze accountantsverklaringen zijn voor wat betreft de respectievelijke jaarrekeningen afgegeven op 10 mei 2006, 8 mei 2007 en 13 mei 2008.
- 1.3 Ten aanzien van de concept-jaarrekening 2008 heeft Van der Ploeg op 12 mei 2009 schriftelijk bericht dat de jaarrekening zoals die op dat moment voorlag zou worden voorzien van een goedkeurende accountantsverklaring. PwC heeft het voorbehoud gemaakt dat zij nog enige controledocumentatie dient te ontvangen welke de veronderstelling van going-concern en continuïteit dient te ondersteunen, maar dat zij "*expect to be able to issue our unqualified auditor's report on the financial statements.*"
- 1.4 Het Board Report ten aanzien van de jaarrekening 2005 is ondertekend door Van der Ploeg. De Board Reports over de jaren 2006 en 2007 zijn ondertekend door Van der Ploeg en de heer P. Tieleman RA. Ook Tieleman is als partner verbonden aan PwC.

2. Waarderingsgrondslagen jaarverslaggeving Econcern

2.1 De jaarrekeningen 2005, 2006 en 2007 en de concept jaarrekening 2008 vermelden dat deze zijn opgesteld overeenkomstig de in Nederland geldende Accounting Principles (Dutch GAAP). Deze Dutch GAAP vinden hun weerslag in Titel 9, Boek 2 Burgerlijk Wetboek, alsmede in de gezaghebbende Nederlandse Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving.

2.2 Hierna zal worden verwezen naar de relevante bepalingen en voorschriften zoals opgenomen in de Richtlijnen voor de Jaarsverslaggeving ('RJ'). Ten aanzien van de jaarrekening 2007 van Econcern geldt dat de RJ uit de Jaareditie 2006 van toepassing zijn.

2.3 De goedkeurende accountantsverklaringen bij de jaarrekeningen 2005, 2006 en 2007 bepalen dat de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de financiële positie van Econcern in overeenstemming met titel 9 boek 2 BW, alsmede voor wat betreft het boekjaar 2005 met de "*accounting principles generally accepted in the Netherlands*". Dit zijn standaard door Nederlandse accountants gehanteerde teksten bij goedkeurende accountantsverklaringen van ondernemingen die Dutch GAAP toepassen.

3. De groei van Econcern in de periode 2005 tot en met 2008 en de gehanteerde agressieve verslaggevingsmethodiek

3.1 Econcern heeft in de jaren 2005 tot en met 2008 een forse groei doorgemaakt. Dit komt uiteraard tot uitdrukking in haar financiële gegevens en kengetallen zoals die uit haar jaarrekeningen zijn te destilleren en in onderstaande tabel zijn weergegeven. In het navolgende wordt ingegaan op

de vermogensontwikkelingen, de resultaatontwikkelingen en de kasstromen van Econcern over de jaren 2005 tot en met 2008 (ontleend aan de jaarrekeningen 2005 tot en met 2007 en de concept-jaarrekening 2008).

- 3.2 Opmerking verdient dat Econcern in haar concept-jaarrekening 2008 'revised figures' over 2007 heeft opgenomen, die substantieel afwijken van de (oorspronkelijke) cijfers in de jaarrekening 2007. Om die reden worden in het overzicht zowel de cijfers uit de jaarrekening 2007 als de 'revised figures 2007' vermeld.

Econcern					
Geconsolideerde balansen					
Bedragen x € 1.000					
	draft annual accounts 31-12-2008	revised figures 31-12-2007	annual accounts 31-12-2007	annual accounts 31-12-2006	annual accounts 31-12-2005
Intangibles assets	64.375	36.016	15.027	11.689	5.569
Property, plant and equipment	108.475	38.331	22.563	10.874	3.535
Financial assets	62.856	129.260	177.373	50.278	6.268
Fixed assets	235.706	203.607	214.963	72.841	15.372
Inventories	41.128	48.361	46.812	29.079	2.399
Work in progress	95.503	88.533	274.324	106.666	19.324
Receivables	110.884	129.254	115.660	52.760	9.467
Cash and cash equivalents	35.719	25.165	45.851	125.542	8.981
Current assets	283.234	291.313	482.647	314.047	40.171
Total assets	518.940	494.920	697.610	386.888	55.543
Shareholders' equity	77.503	111.608	175.557	84.476	9.472
Minority interests	5.188	35.889	21.837	3.735	3.600
Group equity	82.691	147.497	197.394	88.211	13.072
Subordinated loans	70.750	21.003	64.864	81.896	9.000
Deferred tax liability			22.835		
Other non-current provisions	3.861	499			
Provisions	3.861	499	22.835	0	0
Loans/non-current liabilities	68.666	50.473	146.330	140.359	11.006
Current liabilities	292.972	275.448	266.187	76.422	22.465
Equity and liabilities	518.940	494.920	697.610	386.888	55.543
<i>Ratio's</i>					
Solvabiliteit (eigen vermogen/totaal vermogen)	16%	30%	28%	23%	24%
Solvabiliteit (garantievermogen/totaal vermogen)	30%	34%	38%	44%	40%
Netto-werkkapitaal (net current assets)	-9.738	15.865	216.460	237.625	17.706
Current ratio (current assets/current liabilities)	1,0	1,1	1,8	4,1	1,8

3.3 De uitbreiding van het activiteitscila van de door Econcern geëxploiteerde ondernemingen en de door haar aangehouden kapitaalbelangen komt duidelijk tot uitdrukking in de toename van het in de onderneming(en)

geïnvesteerde vermogen, zijnde het equivalent van het totaal aan geconsolideerde activa (van € 56 miljoen (boekwaarde) ultimo 2005 tot € 518 miljoen (boekwaarde) ultimo 2008),

3.4 In dit hoofdstuk wordt ingegaan op (te) agressieve verslaggevingsmethodieken die door Econcern zijn gehanteerd. Indien een meer prudente verslaggevingshouding was ingenomen, zouden de geconsolideerde vermogensverhoudingen van Econcern er ruwweg als volgt hebben uitgezien.

Econcern Geconsolideerde balansen Bedragen x € 1.000					
	<i>draft annual accounts 31-12-2008</i>	<i>revised figures 31-12-2007</i>	<i>annual accounts 31-12-2007</i>	<i>annual accounts 31-12-2006</i>	<i>annual accounts 31-12-2005</i>
Group equity volgens jaarrekening	82.691	147.497	197.394	88.211	13.072
<i>Normalisaties:</i>					
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen WIP					
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen participations			-119.081	-38.907	
Eliminatie gerealiseerde herwaarderingen participations		-42.111	-42.111	-6.215	
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen CC's		-4.428	-4.428		
Afboeking posities Globasol		-19.000	-19.000		
Afboeking latente vpb-vorderingen		P.M.	P.M.		
Overige		P.M.	P.M.		
Belastingeffecten bovenstaande normalisaties		P.M.	P.M.		
"Genormaliseerd" eigen vermogen	82.691	81.958	12.774	43.089	13.072

Uit bovenstaande tabel blijkt een hoger 'genormaliseerd' eigen vermogen in de kolom revised figures 31 december 2007 dan het eigen vermogen zoals dat uit de jaarrekening 2007 blijkt. Dit wordt veroorzaakt door het feit dat in de revised figures 31 december 2007 diverse kapitaalbelangen zijn meegeconsolideerd, terwijl deze in de jaarrekening 2007 als 'non-consolidated participations' zijn verwerkt.

3.5 De resultaatontwikkelingen van Econcern gedurende de jaren 2005 tot en met 2008 worden in onderstaand overzicht samengevat:

Econcern Geconsolideerde winst- en verliesrekeningen Bedragen x € 1.000					
	draft annual accounts 2008	revised figures 2007	annual accounts 2007	annual accounts 2006	annual accounts 2005
Turnover	325.827	207.367	167.305	59.380	32.234
Changes work in progress	-22.461	6.263	164.003	138.156	5.427
Other revenues	10.013	4.428	111.642	41.648	6.671
Total revenues	313.379	218.058	442.950	239.184	44.332
Cost of sales	289.081	175.523	291.729	170.585	21.014
Gross margin	24.298	42.535	151.221	68.599	23.318
Staff costs	91.790	47.235	46.809	25.150	13.704
Other operating expenses	55.512	19.453	19.978	8.477	4.842
Amortisation	19.418	2.479	2.045	902	876
Depreciation	9.869	886	2.100	984	444
Total operating expenses	176.589	70.053	70.932	35.513	19.866
Other operating income	6.154	53.844			
Operating result	-146.137	26.326	80.289	33.086	3.452
Financial income and expenses	8.980	9.360	9.457	3.905	498
Result ordinary activities	-155.117	16.966	70.832	29.181	2.954
Taxation result on ordinary activities	-874	8.993	13.517	3.204	1.083
Results from participations	-106.590	5.289	-313	10.107	2.563
Net group result	-262.581	31.248	84.036	42.492	6.600
Minority interests	24.920	-855	1.829	1.006	23
Net result after taxation	-237.661	30.393	85.865	43.498	6.623
Average number of staff (fte) employed	1.195	853	579	390	225

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op (te) agressieve verslaggevingsmethodieken die Econcern heeft gehanteerd. Indien een meer prudente verslaggevingshouding was ingenomen, zouden de resultaten van Econcern er ruwweg als volgt hebben uitgezien:

Econcern					
Geconsolideerde winst- en verliesrekeningen					
Bedragen x € 1.000					
	<i>draft annual accounts 2008</i>	<i>revised figures 2007</i>	<i>annual accounts 2007</i>	<i>annual accounts 2006</i>	<i>annual accounts 2005</i>
Resultaten voor belastingen volgens jaarrekening	-155.117	16.966	70.832	29.181	2.954
<i>Normalisaties:</i>					
Eliminatie boekwinst aandelen Silpro/BMCH/overige		-42.111	-42.111	-6.215	
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen WIP					
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen participations			-53.768	-21.778	
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen CC's		-4.428	-4.428	0	
Afboeking posities Globasol		-19.000	-19.000		
Afboeking latente vpb-vorderingen		P.M.	P.M.		
Overige		P.M.	P.M.		
Belastingeffecten bovenstaande normalisaties			P.M.		
"Genormaliseerd" resultaat voor belastingen	-155.117	-48.573	-48.475	1.188	2.954

Uit bovenstaande tabel blijkt een nagenoeg gelijk 'genormaliseerd' resultaat in de kolom revised figures 2007 in vergelijking met het resultaat zoals dat uit de jaarrekening 2007 blijkt. Dit wordt veroorzaakt door het feit dat in de revised figures 2007 diverse kapitaalbelangen zijn meegeconsolideerd, terwijl deze in de jaarrekening 2007 als 'non-consolidated participations' zijn verwerkt.

- 3.6 De in haar winst- en verliesrekening over de boekjaren 2005 tot en met 2008 verantwoorde opbrengsten ("revenues") kunnen als volgt worden samengevat:

Econcern					
Geconsolideerde revenues					
Bedragen x € 1.000					
	draft annual accounts 2008	revised figures 2007	annual accounts 2007	annual accounts 2006	annual accounts 2005
Turnover Ecofys	22.000	10.000	10.000	12.000	
Turnover Ecostream	194.000	149.000	149.000	43.000	
Turnover Evelop	17.000	45.000	5.000	2.000	
Turnover Ecoventures	93.000	3.000	3.000	2.000	
Turnover Onecarbon					
Consolidated turnover	326.000	207.000	167.000	59.000	32.000
Change WIP Ecofys	-3.000	5.000	5.000	4.000	
Change WIP Ecostream	-21.000	-5.000	-5.000	47.000	
Change WIP Evelop		2.000	163.000	86.000	
Change WIP Ecoventures		2.000	1.000	1.000	
Change WIP Onecarbon	2.000	2.000			
Consolidated change WIP	-22.000	6.000	164.000	138.000	5.000
Other revenues Ecofys					
Other revenues Ecostream					
Other revenues Evelop; result on sale shares			5.000	13.000	
Other revenues Evelop; revaluation shares			6.000		
Other revenues Ecoventures; result sale shares			50.000	6.000	
Other revenues Ecoventures; revaluation shares			47.000	22.000	
Other revenues OneCarbon; revaluation cc's	10.000	4.000	4.000		
Consolidated other revenues	10.000	4.000	112.000	41.000	7.000
CONSOLIDATED TOTAL REVENUES	314.000	217.000	443.000	238.000	44.000

3.7 De toename van de opbrengsten ("revenues") kan voor een groot deel worden toegeschreven aan de opstart in 2005 en de daaropvolgende groei van de door Ecostream ontwikkelde handelsactiviteiten, alsmede de opstart in 2005 en groei van de ontwikkelingsactiviteiten van Econcern. Tot en met 2004

heeft Econcern met name haar consultancybedrijf Ecofys geëxploiteerd.

- 3.8 Met name de Ecostream-activiteiten hebben geleid tot de grote toename van de omzetten (“turnover”) en de daarmee samenhangende kostprijs (“cost of sales”). De groei van de Evelop-activiteiten in samenhang met de door Econcern gehanteerde verslaggevingssystematiek heeft geleid tot een enorme toename van de opbrengsten door het via de winst- en verliesrekening verwerken van de mutaties in de onderhanden werk-posities van Evelop (“changes work in progress”). Daarnaast zijn forse bedragen als “other revenues” via de winst- en verliesrekening verantwoord als gevolg van resultaten behaald op (gedeeltelijke) verkoop van door Econcern aangehouden kapitaalbelangen in niet-meegeconsolideerde deelnemingen enerzijds en ongerealiseerde herwaarderingen inzake deze deelnemingen anderzijds. Als laatste component van de “revenues” die de groei van Econcern weerspiegelt, geldt de als “other revenues” verantwoorde ongerealiseerde herwaarderingen op de door Econcern aangehouden portfolio aan emissierechten (“carbon credits”). Indien een meer prudente verslaggevingshouding was ingenomen, zouden de opbrengsten van Econcern er ruwweg als volgt hebben uitgezien:

Econcern					
Geconsolideerde revenues					
Bedragen x € 1.000					
	<i>draft annual accounts 2008</i>	<i>revised figures 2007</i>	<i>annual accounts 2007</i>	<i>annual accounts 2006</i>	<i>annual accounts 2005</i>
Geconsolideerde netto-omzet	325.827	207.367	167.305	59.380	32.234
Geconsolideerde mutatie onderhanden werken	-22.461	6.263	164.003	138.156	5.427
Geconsolideerde overige opbrengsten	10.013	4.428	111.642	41.648	6.671
Geconsolideerde opbrengsten volgens jaarrekening	313.379	218.058	442.950	239.184	44.332
<i>Normalisaties:</i>					
Eliminatie mutaties WIP for own account	0	0	-95.000	-73.753	0
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen WIP	0	0	-27.000	-4.000	0
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen participations	0	0	-53.768	-21.778	0
Eliminatie gerealiseerde herwaarderingen participations	0	-42.111	-42.111	-6.215	0
Eliminatie ongerealiseerde herwaarderingen CC's	0	-4.428	-4.428	0	0
Afboeking posities Globasol	0	-19.000	-19.000	0	0
"Genormaliseerde" opbrengsten	313.379	152.519	201.643	133.438	44.332

3.9 De groei van de activiteiten, het daarmee gepaard gaande vermogensbeslag, alsmede de wijze waarop een en ander is gefinancierd in de loop der jaren kan onder andere door middel van het navolgende kasstroomoverzicht in beeld worden gebracht (gebaseerd op de geconsolideerde jaarrekeningen 2005 tot en met 2007 en de concept-jaarrekening 2008 van Econcern).

Econcern Geconsolideerde kasstromen Bedragen x € 1.000					
	draft annual accounts 2008	revised figures 2007	annual accounts 2007	annual accounts 2006	annual accounts 2005
Operating result	-146.137		80.289	33.086	3.452
<i>Non-cash adjustments</i>					
Amortisation and depreciation	29.287		4.145	1.886	1.320
Fair value adjustments derivatives	-13.889				
Results disposals and revaluations subsidiaries	-6.155				
Change in provisions	3.361				
	12.604	N.A.	4.145	1.886	1.320
<i>Changes in working capital</i>					
Trade receivables	7.568		-30.294	-43.293	1.730
Inventory and Work in progress	18.196		-185.393	-114.022	-6.668
Othr current assets	15.242		-32.606		
Current liabilities	14.456		76.614	18.566	5.646
	55.462	N.A.	-171.679	-138.749	708
Results from participations/minorities			-2.142	-9.101	
Result on revaluation of shares in			-53.469	-35.400	
Cash generated from operations	-78.071		-142.856	-148.278	5.480
Financial income and expenses	-11.216		-9.457	-3.905	-498
Deferred tax income			13.517	3.204	1.083
Net cash from operating activities	-89.287	N.A.	-138.796	-148.979	6.065
Acquisition of intangible assets	-10.323		-5.382	-7.022	-2.336
Purchase of property, plant and equipment	-67.811		-13.791	-8.323	-3.191
Purchase financial assets /changes	-50.735		-73.625	-8.610	-4.209
Net cash used in investing activities	-128.869	N.A.	-92.798	-23.955	-9.736
Proceeds from issue of shares and other equity	203.507		26.972	51.855	-6.163
Conversion convertible loan			-30.000		
Change in long term debt	25.204		41.797	202.247	19.966
Net cash from financing activities	228.711	N.A.	38.769	254.102	13.803
Net cash from operating activities	-89.287		-138.796	-148.979	6.065
Net cash used in investing activities	-128.869		-92.798	-23.955	-9.736
Net cash from financing activities	228.711		38.769	254.102	13.803
Net change in cash and cash equivalents	10.555	N.A.	-192.825	81.168	10.132
Cash as at 1 January	25.156		88.121	6.953	3.179-
Net change in cash during financial	10.555		192.825-	81.168	10.132
Cash as at 31 December	35.711		104.704-	88.121	6.953

3.10 Uit dit kasstroomoverzicht kan worden geconcludeerd dat Econcern met name in het boekjaar 2007 een zeer grote kasuitstroom kende (bijna € 200 miljoen). Over hetzelfde boekjaar 2007 heeft Econcern een nettowinst ad € 85 miljoen in haar winst- en verliesrekening verantwoord. De opmerking van Epskamp (CFO) *“that there was a weak link between revenue and cash”*, die hij kort na zijn aantreden bij Econcern ten opzichte van de Audit Committee maakte, was zeker in 2007 op zijn plaats.

4. Agressieve jaarverslaggeving

4.1 De door Econcern gekozen waarderingsgrondslagen, de grondslagen ter bepaling van het resultaat en overige verslaggevingssystematieken zijn transparant uiteengezet in de (concept-)jaarrekeningen. Er wordt geconstateerd dat sprake was van agressieve financiële verslaggeving, die op diverse aspecten in strijd is met de door Econcern als haar verslaggevingsnorm weergegeven Dutch GAAP. Diverse activa werden tegen *“market values”* gewaardeerd en de hierbij optredende ongerealiseerde herwaarderingen zijn rechtstreeks ten gunste van de winst- en verliesrekening verantwoord.

4.2 Kort na zijn aantreden als CFO van Econcern heeft Epskamp in het Audit Committee van de RvC gemeld dat hij van mening was dat Econcern er agressieve verslaggevingsmethodieken op nahield. Deze bevindingen van Epskamp zijn vervolgens door het Audit Committee met de voltallige RvC van Econcern gedeeld in de RvC vergadering van 19 december 2008.

4.3 PwC heeft in haar Board Report aan de RvC verslag gedaan omtrent de kwaliteit van de winst. Vanaf boekjaar 2006 heeft zij al gemeld dat de

verantwoorde resultaten met name uit non-cash items (revaluation) bestonden. Het Board Report 2007 vermeldt ten aanzien van de financial performance het volgende:

“Following continuous growth in 2007 and an increasing number of projects and transactions, Econcern has recorded a record net result in 2007 of EUR 85.9 million. Increasingly this result is driven by results on the sale of shares and projects (for 2007 EUR 53.7 million) and consecutive revaluation of the remaining shares (EUR 53.5 million). These results compensate for disappointing results on the level of Ecostream (a net loss of EUR 9.4 million). Especially the set up in 2007 of Sol Holding has a significant impact on the results (EUR 37.5) million as sale of shares and EUR 40.6 million revaluation result).”

- 4.4 Uit diverse gesprekken met personen uit de financiële kolom binnen Econcern is naar voren gekomen dat de RvB van mening was dat de ondernemingswaarde van Econcern onvoldoende tot uiting kwam in haar jaarrekeningen. Om die reden zijn op verzoek van de RvB diverse activa tegen markt of fair values gewaardeerd. Dit heeft tot gevolg dat de jaarverslaggeving van Econcern (primair een middel om verantwoording af te leggen aan de stakeholders) veel elementen bevat die in feite betrekking hebben op de waardering van de onderneming.
- 4.5 Market of fair values werden in het kader van de Nederlandse jaarverslaggeving (Dutch GAAP) veelal gehanteerd in verband met impairment c.q. stress testing aangaande de waardering van bepaalde activa. Dit betekent dat de boekwaardes van activa worden getoetst aan de hand bijvoorbeeld opbrengstwaarden of andere marktwaarderingen van de

desbetreffende activa (bijvoorbeeld aan de hand van de discounted cash flows). Indien deze fair of market values een lagere waarde dan de boekwaarde van een bepaald actief kennen, dient het desbetreffende actief alsdan naar die lagere fair value te worden afgewaardeerd ("*impaired*").

- 4.6 Binnen Econcern zijn fair values echter gebruikt ten behoeve van het opwaarderen van diverse activa. Vervolgens zijn deze ongerealiseerde opwaarderingen als baten via de winst- en verliesrekening verantwoord. Hierdoor zijn de resultaten van Econcern over de jaren 2006 en 2007 ten onrechte te gunstig voorgesteld, uitgaande van het feit dat Econcern als waarderingsgrondslag Dutch GAAP hanteerde. Ook de vermogensposities ultimo 2006 en 2007 zijn ten onrechte te gunstig voorgesteld.
- 4.7 Indien de resultaten van de opwaarderingen in de jaarrekening 2006 en 2007 worden geëlimineerd, ontstaat het beeld zoals dat blijkt uit het in § 3.5 weergegeven genormaliseerde resultaat en de in § 3.8 weergegeven genormaliseerde opbrengsten. Daarmee wordt inzichtelijk dat Econcern in 2006 slechts een bescheiden netto-winst realiseerde (in plaats van de getoonde netto-winst van ruim € 43 miljoen) en dat zij in 2007 in werkelijkheid een groot verlies van vele tientallen miljoenen euro's leed (in plaats van de in de jaarrekening 2007 getoonde record-winst van € 85,9 miljoen).
- 4.8 Door deze wijze van verwerking in de jaarrekening heeft Econcern een tweetal elementaire beginselen van de jaarverslaggeving geschonden, te weten het realisatie- en het voorzichtigheidsprincipe van artikel 2:384 lid 2 BW.

- 4.9 Na de komst van Epskamp (najaar 2008) zijn diverse, voor Econcern kritische, verslaggevingsmethoden en –grondslagen aangepast, hetgeen blijkt uit de concept-jaarrekening 2008 en diverse interne notities uit het late najaar 2008 en het voorjaar 2009.
- 4.10 Op 26 november 2008 heeft PwC een notitie ten aanzien van ‘Econcern accounting policies’ opgesteld. Het lijkt erop dat PwC in deze notitie heeft getracht te rechtvaardigen dat (nieuwe) ontwikkelingen in 2008 ertoe zouden hebben geleid dat de gehanteerde waarderingsgrondslagen dienden te worden aangepast. Uit de – terechte – reactie van Van Holst d.d. 4 december 2008 blijkt dat deze opstelling van PwC niet juist is. Van Holst heeft het volgende geschreven:

“Mijns inziens stelt PwC een aantal zaken verkeerd voor:

Het begint al bij 1. “projects are not developed for own use and are expected to be sold to third parties”

- Dit komt niet overeen met het in 2007 ingenomen strategische standpunt de control te behouden in projecten*
- Dit komt niet overeen met de accounting policies in de 2006 en 2007 jaarrekening, die Econcern op instigatie van PwC zo heeft opgenomen waarin duidelijk melding wordt gemaakt van projecten die worden gebouwd voor een koper en projecten die voor eigen gebruik worden gebouwd*
- Dit is niet in lijn met het gegeven dat zij dit zelf ter discussie stelden tijdens pre-closing van de jaarrekening 2007.*

In zowel 2007 en 2008 hebben wij de control gehouden over:

- *Het 50% belang in Q7 (Q7 wordt proportioneel meegeconsolideerd);*
- *Afrikahaven (2007/2008)*
- *De PV projecten in Spanje (2008)*

PwC suggereert een verandering in de toekomst terwijl deze wel degelijk zich in het verleden heeft voorgedaan.”

- 4.11 Het is inderdaad niet zo dat sprake was van een gewijzigd beleid binnen Econcern in het jaar 2008 ten opzichte van voorgaande jaren. Aanwijzingen voor een dergelijke beleidswijziging zijn in de administratie aan Econcern niet aangetroffen. Het feit dat de waarderingsgrondslagen over 2008 zijn aangepast heeft eerder zijn oorzaak in de komst van Epskamp en de meer kritische benadering van de in het verleden gehanteerde waarderingsgrondslagen dan in een wezenlijk ander beleid in het jaar 2008. De conclusie luidt dat Econcern in de jaarrekeningen tot en met 2007 foutieve waarderings- en consolidatie grondslagen heeft gehanteerd. Hierdoor werden de gerapporteerde resultaten en vermogensposities sterk geflatteerd weergegeven. Dit zal hierna in § 5 e.v. nader worden gelicht.
- 4.12 De in de concept-jaarrekening 2008 doorgevoerde stelselwijzigingen hebben een forse impact gehad op de door Econcern verantwoorde resultaten en haar eigen vermogenspositie. Econcern heeft de door haar doorgevoerde stelselwijzigingen ook doorgevoerd in de in haar concept-jaarrekening 2008 opgenomen vergelijkende cijfers over het boekjaar 2007. Voor de in de concept-jaarrekening 2008 opgenomen vergelijkende cijfers over het boekjaar 2007 hadden de stelselwijzigingen de volgende impact:
- De EBIT is met 68% naar beneden bijgesteld. In de door PwC goedgekeurde jaarrekening 2007 is nog een EBIT gepresenteerd van

€ 80 miljoen; deze is in 2008 aangepast naar een herziene EBIT over 2007 van € 26 miljoen;

- De “*revenues*” zijn met 50% verminderd. Deze bedroegen in de jaarrekening 2007 nog € 443 miljoen; op basis van de herziene waarderingsgrondslagen was sprake van herziene revenues over 2007 van € 218 miljoen;
- Het eigen vermogen is als gevolg van de herziene waarderingsgrondslag fors naar beneden bijgesteld (herziene eigen vermogen ultimo 2007 € 112 miljoen in plaats van € 176 miljoen zoals in de jaarrekening 2007 verantwoord).

5. Consolidatiekring

5.1 Inleiding

5.1.1 In § 4 is vermeld dat Econcern agressieve verslaggevingsgrondslagen heeft toegepast, die ten aanzien van diverse aspecten in strijd zijn met de door Econcern als haar verslaggevingsnorm gehanteerde Dutch GAAP. Hierbij wordt onder meer bedoeld op de door Econcern toegepaste gehanteerde consolidatiecriteria en de daaruit voor haar voortvloeiende consolidatiekring. In deze paragraaf wordt een en ander uitgewerkt voor de belangrijkste ten onrechte niet-meegeconsolideerde deelnemingen, alsmede het proportioneel meegeconsolideerde kapitaalbelang in Q7.

5.1.2 Hiertoe worden eerst de door Econcern gehanteerde consolidatiegrondslagen getoetst aan de geldende wet- en regelgeving. Daarna worden de belangrijkste ten onrechte niet-meegeconsolideerde deelnemingen geanalyseerd, alsmede het proportioneel meegeconsolideerde kapitaalbelang

in Q7. Deze paragraaf zal worden afgesloten met een samenvatting van de financiële impact van de door Econcern gekozen consolidatiegrondslagen.

5.2 Wet- en regelgeving

5.2.1 In het kader van de vraag of de door Econcern aangehouden belangen in de hierna te behandelen deelnemingen al dan niet meegeconsolideerd dienden te worden in de jaarrekening van Econcern zijn zowel de bepalingen uit het BW als uit de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving ('RJ') van belang, hetgeen hieronder op hoofdlijnen zal worden samengevat.

BW

5.2.2 Artikel 2:406 BW bepaalt dat in de geconsolideerde jaarrekening van een vennootschap de financiële gegevens van:

- haar dochtermaatschappijen in de groep;
- andere groepsmaatschappijen en
- andere rechtspersonen waarop hij overheersende zeggenschap kan uitoefenen en waarover hij de centrale leiding heeft

worden geconsolideerd. Dit is verder uitgewerkt onder meer in RJ 217 "Consolidatie").

5.2.3 Artikel 2:24a BW bepaalt dat een dochtermaatschappij van een rechtspersoon onder andere een rechtspersoon is waarin de moedermaatschappij alleen of samen meer dan de helft van de stemrechten in de aandeelhoudersvergadering kan uitoefenen. Een groep is ex artikel 2:24b BW een economische eenheid waarin rechtspersonen en vennootschappen organisatorisch zijn verbonden.

RJ

- 5.2.4 RJ 214.103 licht toe dat uit de wetsgeschiedenis blijkt dat ook het element van centrale leiding essentieel is. Kenmerkend voor een groep is dus dat sprake is van een samenstel van rechtspersonen en vennootschappen (hierna aangeduid als: ‘maatschappijen’) die onder centrale leiding staan, zodanig dat zij een economische eenheid vormen.
- 5.2.5 Het groeps criterium betreft een economisch criterium waarbij de omvang van het belang niet doorslaggevend is. RJ 214.103a geeft aan dat aan de hand van de feitelijke situatie moet worden bepaald of er sprake is van een groep of een groepsmaatschappij. Hierbij is van belang of er sprake is van feitelijke beleidsbepaling van de ene in de andere (beleidsafhankelijke) maatschappij. Belangrijk is derhalve dat de feitelijke beleidsbepalende invloed – en derhalve niet de juridische eigendomsstructuur – beslissend is voor het antwoord op de vraag of een vennootschap als groepsmaatschappij kwalificeert, in welk geval zij in de consolidatie van het groepshoofd dient te worden betrokken.
- 5.2.6 RJ 214:103b benoemt een aantal voorbeelden waarin belangrijke aanwijzingen kunnen worden gevonden voor feitelijke beleidsbepaling:
- Alle activiteiten van een maatschappij worden in wezen uitgevoerd ten behoeve van de (deelnemende) rechtspersoon, conform zijn specifieke wens. De rechtspersoon verkrijgt daardoor economische voordelen in verband met de activiteiten van die maatschappij. Economische afhankelijkheid op zichzelf (zoals die van een leverancier of van een belangrijke klant) is overigens niet voldoende om te kunnen concluderen dat sprake is van een feitelijk beleidsbepalende invloed.

- De rechtspersoon heeft in wezen zodanige zeggenschap over een andere maatschappij dat hij die maatschappij of zijn activiteiten beheerst of kan beheersen. Een dergelijke zeggenschap kan aan anderen zijn gedelegeerd, waarbij sprake is van een ‘automatische piloot’-mechanisme, zodanig dat de rechtspersoon in wezen nog steeds die maatschappij of zijn activiteiten beheerst of kan beheersen. De rechtspersoon kan bijvoorbeeld de macht hebben om de activiteiten van die maatschappij te beëindigen dan wel deze maatschappij te ontbinden, of hij kan de macht hebben de statuten van deze maatschappij te wijzigen, of hij kan een veto uitspreken over de voorgestelde statutenwijzigingen.
- De rechtspersoon heeft in wezen het recht om de meerderheid van de economische voordelen van de activiteiten van de beleidsafhankelijke maatschappij te verkrijgen, bijvoorbeeld op grond van een wet, een overeenkomst of een andere regeling. Een dergelijk recht kan een aanwijzing zijn voor de aanwezigheid van beleidsbepalende invloed als de rechtspersoon transacties aangaat met die maatschappij en de financiële resultaten op grond van de regeling aan de rechtspersoon toekomen.
- De rechtspersoon loopt in wezen voor meer dan de helft het economische risico met betrekking tot die maatschappij of de activa van die maatschappij.

5.2.7 Op deze consolidatieverplichting wordt een uitzondering gemaakt in artikel 2:407 en 2:408 BW.

5.2.8 Artikel 2:407, lid 1 onder c BW bepaalt dat de gegevens van aangehouden kapitaalbelangen in vennootschappen, die uitsluitend worden gehouden om

die belangen te vervreemden, niet behoeven te worden meegeconsolideerd in de geconsolideerde jaarrekening. De uitzonderingen genoemd in artikel 2:407 lid 1 onder a en b en artikel 2:407 lid 2 BW zijn ten aanzien van de door Econcern hierna te benoemen deelnemingen niet van toepassing.

5.2.9 RJ 217(.304) kent ten aanzien van de vraag of een deelneming al dan niet meegeconsolideerd diende te worden door Econcern de volgende relevante bepalingen:

- Geconsolideerde deelnemingen waarvan het voornemen bestaat deze op termijn af te stoten, blijven in het algemeen in de consolidatie betrokken tot het moment van daadwerkelijke afstoting. Zolang consolidatie plaatsvindt is het niet toegestaan om in de geconsolideerde jaarrekening reeds rekening te houden met de effecten van de mogelijke toekomstige deconsolidatie.
- De ontwerprichtlijn RJ 217.304a bepaalt dat, wanneer een rechtspersoon een maatschappij verwerft uitsluitend met de bedoeling om deze later af te stoten, hij dit belang op de overnamedatum alleen dient te classificeren als “slechts gehouden om te vervreemden” wanneer de verkoop binnen een jaar waarschijnlijk is en op de overnamedatum, of binnen een korte periode na de overname, aan een aantal indicatoren wordt voldaan. De ontwerprichtlijn RJ 217.304a¹ noemt vervolgens een aantal indicatoren:
 - de maatschappij is geschikt voor onmiddellijke vervreemding;

¹ De RJ streeft ernaar door middel van (Ontwerp-)Richtlijnen invulling te geven aan een praktische uitwerking van de wetgeving inzake Nederlandse verslaggeving. Dit is nader uiteengezet in het Voorwoord bij de Richtlijnen voor de jaarverslaggeving. Voor wat betreft de hier aangehaalde Ontwerp Richtlijn 217.304a kan worden vermeld dat de status per 1 januari 2008 is omgezet van Ontwerp- naar definitieve Richtlijn en kan worden geconcludeerd dat dit door gebruikers van de jaarrekening een handzame en belangrijke uitwerking van verslaggeving op de desbetreffende items betreft, die derhalve ten aanzien van de jaarrekening 2007 en 2008 in acht diende te worden genomen.

- er is een verkoopbesluit genomen en er is een verkoopplan opgesteld;
- met de uitvoering van het verkoopbesluit en –plan is feitelijk een begin gemaakt;
- de verkoopprijs is in overeenstemming met de reële waarde; en
- het is niet te verwachten dat het verkoopplan fundamenteel zal worden gewijzigd of zal worden ingetrokken.

De RJ bepaalt ook dat meestal binnen drie maanden na de overnamedatum aan deze indicatoren zal worden voldaan.

5.2.10 De criteria om te kunnen beoordelen of een belang van een *participatiemaatschappij* slechts gehouden wordt om te vervreemden zijn uitgewerkt in RJ 217.305. Deze richtlijn bepaalt dat sprake moet zijn van een vanaf het moment van de aankoop concreet geformuleerde exit–strategie, zodanig dat duidelijk is dat deze participaties slechts gehouden worden om ze te vervreemden op een volgens de exit–strategie gedefinieerd moment.

5.2.11 Econcern heeft het niet consolideren van een aantal meerderheidsbelangen in haar jaarrekening 2007² als volgt gemotiveerd:

“The companies in which Econcern holds a majority of the shares, but which are not part of Econcern core business are treated as ventures in a venture capital company and therefore not consolidated.”

5.2.12 Hierna wordt ingegaan op de in omvang grootste door Econcern niet–geconsolideerde dochtermaatschappijen (Sol Holding, BMCH, Darwind, en Scira). Er zal worden beoordeeld of Econcern al dan niet terecht deze individuele deelnemingen buiten haar consolidatie heeft gehouden, zoals

² Jaarrekening 2007 van Econcern, p. 63 (paragraaf 1.3 “Consolidation”).

uiteengezet in haar jaarrekening.

5.3 Sol Holding, BMCH, Darwind en Scira

5.3.1 De door Econcern in Sol Holding, BMCH, Darwind en Scira gehouden belangen zijn in de jaarrekening 2007 niet geconsolideerd. Deze kapitaalbelangen werden in de jaarrekening 2007 als “participation” onder de financial fixed assets verantwoord in de (geconsolideerde) balans. De individuele activa en passiva alsmede de resultaten van deze kapitaalsbelangen zijn niet in de geconsolideerde jaarrekening van Econcern verwerkt. ‘Slechts’ de fair value van het aangehouden kapitaalbelang en de hiermee verband houdende (ongerealiseerde) waardeinstijgingen zijn in de geconsolideerde balans en geconsolideerde winst- en verliesrekening verantwoord.

5.3.2 Ultimo 2007 ging het om een geactiveerd bedrag van:

- € 81 miljoen ten aanzien van Sol Holding. In de geconsolideerde winst- en verliesrekening is inzake Sol Holding ten onrechte een bate ten bedrage van € 78 miljoen verwerkt, zijnde een bedrag van € 40,5 miljoen als verwerkte ongerealiseerde waardeinstijging en een bedrag van € 37,5 miljoen als gerealiseerde winst op de ruil Silpro/BCE tussen Econcern en Solon AG de andere (48%) aandeelhouder;
- € 29 miljoen ten aanzien van BMCH en over het boekjaar 2007 om een bedrag van € 3,7 miljoen als ongerealiseerde winst. Inzake het boekjaar 2006 ging het om een bedrag van € 22 miljoen (waardering balans) en € 11,6 miljoen (ongerealiseerde winst);
- € 12,8 miljoen ten aanzien van Darwind. Er zijn over het boekjaar 2007 geen ongerealiseerde waardeinstijgingen met betrekking tot Darwind verantwoord;

- € 13 miljoen ten aanzien van Scira en om een bedrag van € 4,2 miljoen als verwerkte ongerealiseerde waardevermindering. Ultimo 2006 ging het om een bedrag van € 1,7 miljoen ultimo 2005 om een bedrag van € 2,4 miljoen.

5.3.3 In het kader van de vraag of de door Econcern aangehouden belangen in Sol Holding AG c.q. de indirecte belangen in Silpro en/of BCE, in BMCH, in Darwind en in Scira meegeconsolideerd dienden te worden in de jaarrekening van Econcern dient te worden beoordeeld of

- (i) er ten aanzien van deze kapitaalsbelangen sprake is van een groepsmaatschappij en
- (ii) of deze belangen slechts gehouden werden om te vervreemden.

(i) Groepsmaatschappij?

5.3.4 Ten aanzien van de hiervoor genoemde kapitaalsbelangen wordt geconcludeerd dat deze allemaal kwalificeren als groepsmaatschappij. Gelet op de hierna in § 6.3. vermelde zeggenschapsstructuren en de concrete invulling van het ondernemingsbeleid binnen deze kapitaalsbelangen, wordt geconcludeerd dat Econcern feitelijk beleidsbepalend was binnen Sol Holding en Silpro, BMCH, Darwind en Scira. Hieruit volgt dat Sol Holding en Silpro, BMCH, Darwind en Scira dienden te worden gekwalificeerd als groepmaatschappijen en derhalve in de consolidatiekring voor de geconsolideerde jaarrekening van Econcern opgenomen hadden dienen te worden.

(ii) Belangen gehouden om te vervreemden?

5.3.5 Ten aanzien van de door Econcern in Sol Holding, BMCH, Darwind en Scira gehouden belangen wordt geconcludeerd dat deze niet ‘slechts (werden) gehouden om te vervreemden’. Er zijn geen aanwijzingen gevonden waaruit zou blijken dat er een voornemen bestond om deze deelnemingen te vervreemden (een en ander getoetst aan de hiervoor genoemde punten van RJ 217 (“Consolidatie)). Integendeel, het jaarverslag 2007 vermeldt onder meer het volgende:

“SECURE SUPPLY

The second category in Ecoventures are companies in which we participate towards supply for solar and wind. These include: Solland, Ubbink Solar, Sol Holding (including Silpro and Blue Chip Energy) for solar supply and Darwind for our offshore wind turbines.”

5.3.6 Het jaarverslag 2006 vermeldt nog:

“There are five companies in which we participate to secure supply: Solland, Ubbink Solar, Silpro, Darwind and BMCH.”

5.3.7 Er wordt nog opgemerkt dat bij een gedeeltelijke verkoop consolidatie niet achterwege kan blijven. RJ 217.304 bepaalt immers dat consolidatie enkel achterwege mag worden gelaten indien *“het belang uitsluitend wordt gehouden om het te vervreemden.”* Deze voorwaarde wordt verder ingevuld in RJ 217.304a (ontwerp RJ maar in jaareditie 2007 definitief en vet). Daaraan is niet voldaan.

5.3.8 Econcern heeft het niet consolideren van (onder meer) Sol Holding, BMCH en Darwind in haar jaarrekening 2007³ als volgt gemotiveerd:

“The companies in which Econcern holds a majority of the shares, but which are not part of Econcern core business are treated as ventures in a venture capital company and therefore not consolidated.”

Daaruit wordt afgeleid dat Econcern zich ten aanzien van deze kapitaalsbelangen beschouwde als een participatiemaatschappij, met als gevolg dat Econcern daarom van mening was dat het belang in Sol Holding, BMCH, Darwind en Scira niet hoefde te worden meegeconsolideerd.

5.3.9 Uit RJ 217.204 volgt dat een participatiemaatschappij haar belangen in deelnemingen dient mee te consolideren tenzij er sprake is van een vanaf het moment van de aankoop concreet geformuleerde exit-strategie, zodanig dat duidelijk is dat deze participaties slechts gehouden worden om ze te vervreemden op een volgens de exit-strategie gedefinieerd moment (RJ 217.305). Deze concrete exit-strategie is in de Econcern administraties ten aanzien van geen van de hiervoor genoemde kapitaalsbelangen aangetroffen. Econcern had vanaf het moment dat zij deze kapitaalsbelangen verwierf, de financiële gegevens van deze belangen dan ook mee moeten consolideren in haar jaarrekening.

5.3.10 Het gevolg hiervan voor de jaarrekening 2006 en 2007 is dat het eigen vermogen van Econcern te hoog is voorgesteld omdat Econcern haar kapitaalbelangen in Sol Holding AG, BMCH, Darwind en Scira tegen fair value heeft gewaardeerd. Deze correcties op de waardering zijn reeds nader

³ Jaarrekening 2007, p. 63 (paragraaf 1.3 “Consolidation”).

toegelicht in § 5.3.2. Ook de resultaten van Econcern over 2006 en 2007 zijn te hoog voorgesteld. Deze correcties op deze waardering zijn ook reeds nader toegelicht in § 5.3.2.

5.3.11 In concept-jaarrekening 2008 is de consolidatiekring aangepast aan bovengenoemde criteria. Dit heeft tot aanzienlijke neerwaartse aanpassingen van het vermogen en resultaat over het boekjaar 2007 geleid. Deze neerwaartse aanpassing betrof overigens slechts een gedeeltelijke aanpassing, omdat de gevolgen van de ruiltransactie ad € 37,5 miljoen met betrekking tot Sol Holding ten onrechte niet in de in de concept-jaarrekening 2008 opgenomen *revised figures 2007* zijn aangepast.

5.4 Windpark Q7 Holding B.V. en Offshore Windpark Q7 B.V.

2004

5.4.1 De invloed van de consolidatie van Windpark Q7 Holding B.V. op het geconsolideerde resultaat van Econcern over 2004 is aanzienlijk. Het geconsolideerde resultaat voor belastingen bedroeg over 2004 € 7,9 miljoen. In dit resultaat is begrepen een meegeconsolideerd resultaat van Windpark Q7 Holding B.V. van € 8,1 miljoen. De resultaten van Econcern – exclusief het resultaat van Windpark Q7 Holding B.V. – waren derhalve negatief. Econcern heeft haar negatieve resultaat over 2004 door het meeconsolideren van de resultaten van Windpark Q7 Holding B.V. gecompenseerd.

Ten aanzien van de door Econcern gekozen wijze van *integrale* consolidatie van het kapitaalbelang in Windpark Q7 Holding B.V. wordt opgemerkt dat deze wijze van consolideren niet geoorloofd was. Immers, zowel EIH als

Econcern hielden ieder 50% van de aandelen en waren gezamenlijk als bestuurder bevoegd; er was sprake van volledig gedeelde zeggenschap met EIH, reden waarom uit de destijds van toepassing zijnde RJ 214.806 de activa, passiva, alsmede de resultaten van Windpark Q7 Holding B.V. hoogstens proportioneel (50%) konden worden meegeconsolideerd.

- 5.4.2 Het gevolg van het voorgaande voor de jaarrekening 2004 is dat het resultaat voor belastingen bij toepassing van proportionele consolidatie circa € 4 miljoen zou hebben bedragen. Uiteindelijk wijkt het door Econcern in haar geconsolideerde jaarrekening 2004 gerapporteerde netto-resultaat niet af van het resultaat dat zij zou moeten hebben gerapporteerd bij toepassing van proportionele consolidatie. Wel zijn omzet, kosten, EBIT en het resultaat voor belastingen door Econcern in haar geconsolideerde winst- en verliesrekening over 2004 te hoog weergegeven als gevolg van de door haar toegepaste integrale consolidatie van haar belang in Windpark Q7 Holding B.V.

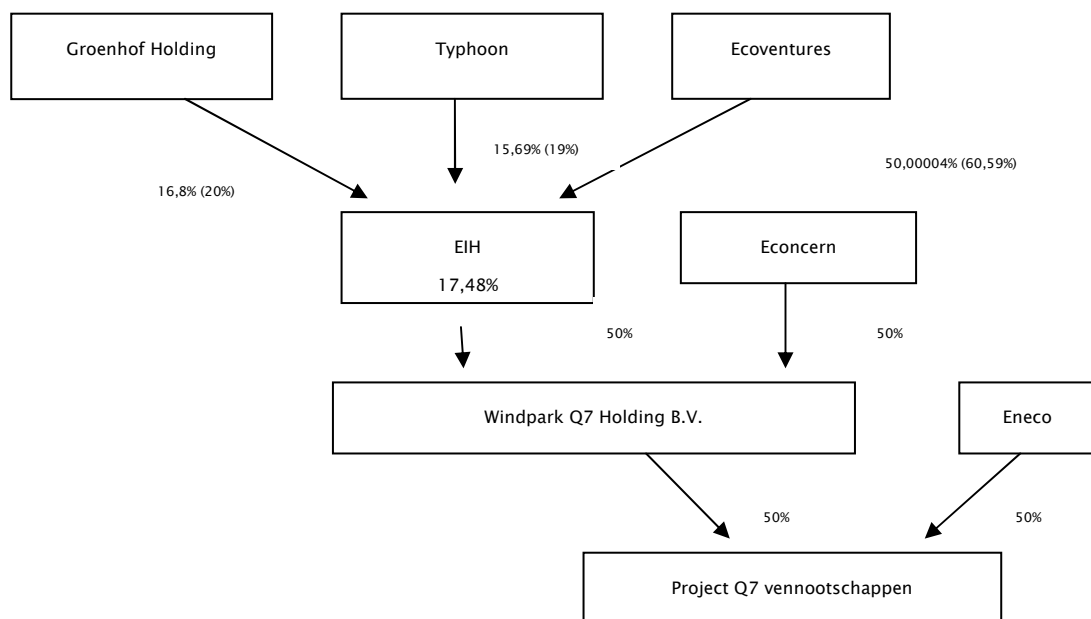
2005

- 5.4.3 In 2005 hebben geen wijzigingen plaatsgevonden ten aanzien van de eigendomsverhoudingen en zeggenschapsstructuur binnen Windpark Q7 Holding B.V. met uitzondering van het feit dat de door Evelop in Windpark Q7 Holding B.V. gehouden aandelen op 16 februari 2005 zijn verkocht en geleverd aan Ecoventures. Econcern heeft in haar jaarrekening 2005 dezelfde waarderings- en consolidatiemethode voor wat betreft haar kapitaalsbelang in Windpark Q7 Holding B.V. gehanteerd als in haar jaarrekening 2004.

2006

5.4.4 Zoals blijkt uit hoofdstuk 11 (Q7), hebben in 2006 diverse mutaties op aandeelhoudersniveau van Windpark Q7 Holding B.V. plaatsgevonden, waaronder de toetreding van Eneco en de aankoop van aandelen in EIH door Ecoventures.

De structuur in de ontwikkelende vennootschappen was vanaf dat moment (eind 2006) als volgt:



Hierna zullen Windpark Q7 Holding B.V. en Project Q7 vennootschappen gezamenlijk worden aangeduid als 'Project Q7'.

5.4.5 Vanaf de jaarrekening 2006 heeft Econcern haar consolidatiemethode ten aanzien van joint ventures zoals in de voorgaande jaarrekeningen gehanteerd gewijzigd. Windpark Q7 Holding B.V. is in de jaarrekening 2004 en 2005 door

Econcern 100% meegeconsolideerd. Vanaf boekjaar 2006 is Project Q7 voor 50% meegeconsolideerd.

- 5.4.6 Met Eneco is er op 25 juli 2006 een afzonderlijke aandeelhoudersovereenkomst gesloten waarin gedetailleerde afspraken omtrent de besluitvorming zijn gemaakt. Econcern had op grond van de aandeelhoudersovereenkomst EIH en haar feitelijke aandelenbelang in EIH van afgerond 60% ultimo 2006 geen overwegende zeggenschap in belangrijke beslissingen op het niveau van Windpark Q7 Holding. Op dat niveau diende Econcern beslissingen te nemen met haar joint venture partner EIH. Aldus is het de vraag of consolidatie überhaupt gerechtvaardigd was.

Mogelijk heeft Econcern bij het opstellen van haar jaarrekening 2006 al rekening gehouden met de toekomstige verkrijging (na balansdatum) van de aandelen in EIH van Groenhof Holding en Typhoon. Na effectuering daarvan zou Econcern een belang van indirect 50 % hebben opgebouwd in de Project Q7 vennootschappen waardoor partiële consolidatie van Q7 naar de mening van Econcern was gerechtvaardigd.

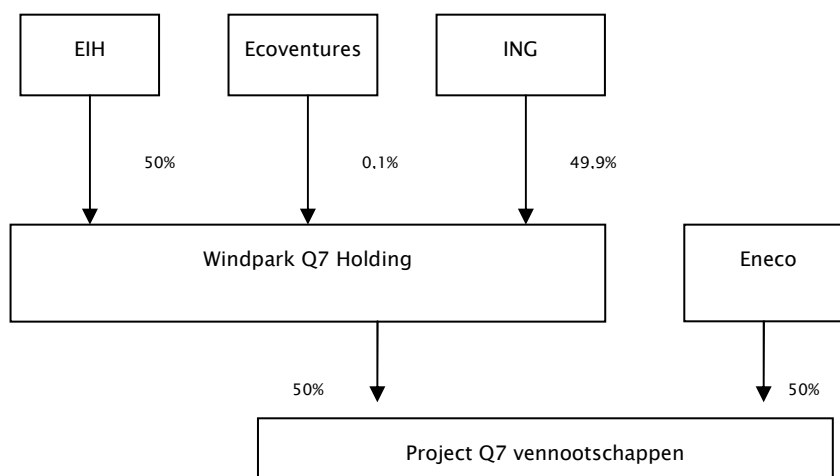
- 5.4.7 Vanaf het boekjaar 2004 is feitelijk altijd sprake geweest van een 50% belang van Econcern in Project Q7. Omdat deze feitelijke situatie in 2006 niet wezenlijk afwijkt van de situatie in 2004 en 2005 en Econcern in die boekjaren ervoor heeft gekozen om het belang in Project Q7 integraal te consolideren maar er in het boekjaar 2006 voor heeft gekozen om over te gaan tot partiële consolidatie, kan worden geconcludeerd dat de in het boekjaar 2004 en 2005 toegepaste consolidatiemethode onjuist is geweest.

2007

5.4.8 Zoals blijkt uit hoofdstuk 11 (Q7), heeft in 2007 een relevante mutatie op aandeelhoudersniveau van Windpark Q7 Holding B.V. plaatsgevonden: op 10 december 2007 heeft ING op grond van een koopovereenkomst van Econventures 49,9% van de aandelen in Windpark Q7 Holding B.V. verkregen; de aandelen zijn op 11 december 2007 door middel van een notariële akte geleverd. De aandelenverdeling van Windpark Q7 Holding was per 11 december 2007 dus als volgt:

- ING: 49,90%
- Econventures: 0,1%
- EIH: 50%

5.4.9 De structuur kan als volgt worden weergegeven:



Econcern – inmiddels indirect 100% aandeelhouder van EIH – had dus vanaf 11 december 2007 indirect een 25,05 %-belang in het Project Q7. ING, Econventures, EIH en Windpark Q7 Holding hebben op 10 december 2007 een

Shareholders' Agreement gesloten, waarin is bepaald dat diverse besluiten met een meerderheid van 51% van de stemmen moesten worden genomen danwel dat ING aan bepaalde besluiten goedkeuring moest verlenen.

5.4.10 De samenstelling van het bestuur van Windpark Q7 Holding is met de overname door ING niet gewijzigd. Dat bestond per ultimo 2007 uit Ecoventures (Berkhout, Van Wijk en Van der Leun).

5.4.11 Gelet op het voorgaande kan niet worden aangenomen dat Econcern eind 2007 zodanige zeggenschap had over Project Q7 dat Econcern dit project zelfstandig heeft kunnen beheersen. In feite is er vanaf 11 december 2007 sprake van joint venture waarbij drie partners beleidsbepalende invloed konden laten gelden, te weten Econcern, Eneco en ING. Geen van deze drie partijen heeft zelfstandig het beleid van Project Q7 kunnen bepalen. Uit voorgaande kan worden afgeleid dat de door Econcern gehanteerde partiële consolidatie verdedigbaar is, waarbij er wel wordt opgemerkt dat het de vraag is of deze wijze van verwerking bijdroeg aan het gewenste inzicht in de vermogenspositie en resultaatontwikkelingen van Econcern. Immers, de partiële meegeconsolideerde activa van Project Q7 bedroegen ultimo 2007 € 181 miljoen (met name work in progress) op een totaal door Econcern in haar geconsolideerde balans per 31 december 2007 geïnvesteerd vermogen ad € 697 miljoen (26%). In de geconsolideerde winst- en verliesrekening over 2007 bedroeg het aandeel van de partieel geconsolideerde opbrengst van Project Q7 € 95 miljoen op een totaal geconsolideerde opbrengst ad € 443 miljoen (29%).

5.4.12 Econcern heeft ervoor gekozen om de wijze van verwerking van joint ventures in de jaarrekening 2008 te herzien. Hiertoe werden de vergelijkende cijfers

over het boekjaar 2007 aangepast naar de nieuw gehanteerde waarderings- en consolidatiegrondslagen. Voor wat betreft de stelselwijziging inzake joint ventures accounting (p. 8 concept-jaarrekening 2008) heeft Econcern vermeld dat “*de most important joint venture Prinsess Amalia Windpark (Project Q7 – toevoeging curatoren) is no longer proportionally consolidated.*” Hieruit kan worden geconcludeerd dat Econcern zelf gedurende 2008 tot de conclusie is gekomen dat de voorheen gekozen wijze van proportionele verwerking niet het gewenste inzicht in vermogen en resultaat had gegeven.

5.4.13 De hiervoor gemaakte opmerkingen leiden ten aanzien van de jaarrekening 2007 van Econcern tot de volgende conclusie. Voor wat betreft de resultaten had partiële consolidatie van Q7 tot gevolg dat € 95 miljoen “revenues” in de jaarrekening zijn verantwoord. Die opbrengsten zouden niet zijn verantwoord indien partiële consolidatie achterwege zou zijn gebleven. Voor wat betreft de in de geconsolideerde balans partieel geconsolideerde activa en passiva geldt dat – indien partiële consolidatie achterwege zou zijn gebleven – ruim € 220 miljoen minder activa (met name WIP for own account) zou zijn verantwoord.

5.4.14 Uit het voorgaande volgt voorts dat ten aanzien van de verwerking van joint ventures door Econcern een inconsistent beleid voor wat betreft de gehanteerde consolidatiegrondslag is toegepast. Immers, het belang van Econcern in Project Q7 is wel partieel geconsolideerd, terwijl de belangen van Econcern in de joint ventures Sol Holding en Scira niet zijn geconsolideerd. De reden hiervoor is vermoedelijk dat – indien Econcern de belangen in deze laatste vennootschappen wel had meegeconsolideerd – zij ten aanzien van Sol Holding een negatief resultaat van € 0,8 miljoen had moeten verwerken (vennootschappelijk verlies € 0,55 miljoen en aandeel in cumulatief verlies € 0,25 miljoen) terwijl zij nu een positief resultaat van € 78 miljoen heeft

verwerkt (ontleend aan board report PwC 2007). Het effect op het gerapporteerde eigen vermogen ultimo 2007 en het resultaat over 2007 van Econcern bedraagt € 79 miljoen. Voor Scira geldt dat, indien Econcern het belang in Scira had meegeconsolideerd, het effect op het geconsolideerde resultaat € 6,1 miljoen negatief was geweest en op het geconsolideerde vermogen € 12,8 miljoen negatief.

6. Niet-geconsolideerde deelnemingen ('Participations')

6.1 Inleiding

- 6.1.1 In § 4 is vermeld dat Econcern (te) agressieve verslaggevingsgrondslagen heeft toegepast, die ten aanzien van diverse aspecten in strijd zijn met de door Econcern als haar verslaggevingsnorm gehanteerde Dutch GAAP. In deze paragraaf wordt een en ander verder uitgewerkt voor de in de balansen van Econcern verantwoorde actiefpost "Participations" (niet-geconsolideerde deelnemingen zoals hierna gespecificeerd in § 6.2.8).
- 6.1.2 Zoals in § 4 ook is aangegeven, heeft Econcern haar waarderingsgrondslagen bij het opstellen van de concept-jaarrekening 2008 ingrijpend gewijzigd. Deze wijziging heeft zij ook doorgevoerd in de in de concept-jaarrekening 2008 opgenomen vergelijkende cijfers 2007. De in de jaarrekening 2007 als winst verantwoorde ongerealiseerde herwaarderingen in de winst- en verliesrekening zijn in de concept-jaarrekening 2008 dan ook volledig teruggenomen (door middel van neerwaartse correctie van de vergelijkende cijfers over boekjaar 2007). Over boekjaar 2008 zijn geen winsten uit hoofde van ongerealiseerde herwaarderingen meer verantwoord in de winst- en verliesrekening van Econcern. Vanaf het boekjaar 2008 heeft Econcern haar

niet-geconsolideerde deelnemingen ("participations") niet meer gewaardeerd tegen fair values.

6.1.3 Hierna worden eerst de door Econcern gehanteerde waarderingsgrondslagen getoetst aan de geldende wet- en regelgeving. Daarna worden de waarderungen van desbetreffende individuele deelnemingen behandeld. Deze paragraaf zal worden afgesloten met een samenvatting van de financiële impact van de door Econcern gekozen waarderingsgrondslagen op enerzijds de door haar gepresenteerde (eigen) vermogensposities en anderzijds op de door haar verantwoorde hiermee verband houdende winsten in haar jaarrekeningen.

6.2 Waarderingsgrondslagen; wet- en regelgeving

6.2.1 Econcern heeft voor wat betreft haar financiële vaste activa, die tot en met het boekjaar 2007 grotendeels uit niet-meegeconsolideerde deelnemingen bestonden, de volgende waarderingsgrondslag tot en met het boekjaar 2007 gehanteerd:

*"Financial fixed assets are initially valued at cost or lower market value. If and when an objective market valuation can be derived, financial fixed assets are revalued to market value. An objective market value is deemed to be available when the financial fixed asset is subject to a transaction where third parties are involved. The revaluation is included in other revenues in the profit and loss account and subsequently to the revaluation reserve. Annually, the market value is tested for potential impairment."*⁴

⁴ Jaarrekening 2007 van Econcern, p. 65.

- 6.2.2 De in de jaarrekening 2007 gehanteerde waarderingsgrondslag zijn met ingang van het boekjaar 2008 verlaten. Vanaf dat boekjaar zijn niet-meegeconsolideerde deelnemingen tegen netto-vermogenswaarde ("*Associates* $\geq 20\%$ ") danwel kostprijs of lagere marktwaarde ("*Participating interests* ($<20\%$)") gewaardeerd.⁵ Het principe van waarderen tegen market values is verlaten en er is gekozen voor een meer prudente verslaggevingssystematiek.
- 6.2.3 Het belang en de ontwikkelingen van de financial fixed assets binnen de vermogensverhoudingen van Econcern blijkt uit het volgende overzicht, dat is ontleend aan de jaarrekeningen 2005 tot en met 2007 en de concept-jaarrekening 2008 van Econcern.

⁵ Concept-jaarrekening 2008 van Econcern, p. 14.

Econcern					
Geconsolideerde balanscijfers					
Bedragen x € 1.000					
	annual accounts 31-12-2008	revised figures 31-12-2007	annual accounts 31-12-2007	annual accounts 31-12-2006	annual accounts 31-12-2005
Participations	4.396	89.841	138.737	46.794	4.895
Amounts due from participations	5.389	16.386	25.839	3.035	968
Other	2.973	2.611	709	449	405
Fair value carbon credits	33.981	8.334			
Deferred tax assets	16.117	12.088	12.088		
Total financial fixed assets	62.856	129.260	177.373	50.278	6.268
Book value Participations	4.396	89.841	138.737	46.794	4.895
Total equity (book value group equity)	82.691	147.497	197.394	88.211	13.072
Percentage of equity	5%	61%	70%	53%	37%
Book value Participations	4.396	89.841	138.737	46.794	4.895
Total capital employed (book value)	518.940	494.920	697.610	386.888	55.543
Percentage of total capital employed	1%	18%	20%	12%	9%

6.2.4 Uit het bovenstaande overzicht blijkt dat de boekwaarde van de post “Participations” in de jaren 2006 en 2007 fors is toegenomen, zowel in absolute als in relatieve zin: van circa € 5 miljoen (37% van de boekwaarde van het eigen vermogen van Econcern) per 31 december 2005 naar circa € 139 miljoen (70% van de boekwaarde van het eigen vermogen) per 31 december 2007. In § 4 is reeds aangegeven dat de in de jaarrekening 2007 gepresenteerde cijfers zijn herzien in de concept-jaarrekening 2008 (door middel van aanpassing van de vergelijkende cijfers over 2007). Overigens zal hierna blijken dat de door Econcern in haar concept-jaarrekening 2008 doorgevoerde aanpassingen in de waardering van de niet-geconsolideerde deelnemingen niet volledig waren. Er hadden nog meer negatieve

bijstellingen in waarderingen van individuele niet-geconsolideerde deelnemingen moeten worden doorgevoerd. Hierop wordt hierna nader ingegaan.

- 6.2.5 Het waarderen van deelnemingen op market value is op grond van Dutch GAAP niet toegestaan. Deelnemingen dienen óf tegen kostprijs óf tegen (zichtbare) netto-vermogenswaarden te worden gewaardeerd, zo blijkt uit de artikelen 2:384 en 2:389 BW. Zoals hierna zal blijken is binnen Econcern geconstateerd dat strijdig met Dutch GAAP werd gehandeld.
- 6.2.6 Artikel 2:389 BW schrijft voor dat deelnemingen waarin de rechtspersoon invloed van betekenis uitoefent op het zakelijke en financiële beleid, tegen netto-vermogenswaarde worden gewaardeerd. Lid 1 van artikel 389 bepaalt dat genoemde invloed van betekenis wordt vermoed indien de rechtspersoon een vijfde (20%) of meer van de stemmen in de aandeelhoudersvergadering uit kan brengen.
- 6.2.7 RJ 214.203 benoemt omstandigheden waarmee toch het bestaan van invloed van betekenis kan worden aangetoond in die gevallen waarin sprake is van een kapitaalbelang van minder dan 20% (zoals bepaald in artikel 2:389 lid 1 BW) van de aan de aandelen verbonden stemrechten (zoals vertegenwoordiging door de deelnemende rechtspersoon in het bestuur van de deelneming, betrokkenheid van de deelnemende rechtspersoon bij de bepaling van het beleid van de deelneming en materiële transacties tussen de deelnemende rechtspersoon en de deelneming).
- 6.2.8 In het navolgende zullen de grootste niet-geconsolideerde kapitaalbelangen worden getoetst aan de criteria als beschreven in voorgaande drie alinea's.

Uit de jaarrekeningen 2005 tot en met 2007 en de concept-jaarrekening 2008 kunnen de door Econcern niet-geconsolideerde deelnemingen als volgt worden gespecificeerd:

Econcern					
Geconsolideerde balanscijfers					
Bedragen x € 1.000					
	annual accounts 31-12-2008	revised figures 31-12-2007	annual accounts 31-12-2007	annual accounts 31-12-2006	annual accounts 31-12-2005
Solland Solar Energy (24%)				14.576	1.681
Scira Offshore Energy (25-50%)		8.652	12.810	3.534	2.371
Biomethanol Chemie Holding (37-49%)			29.260	21.978	
Terra Nova (100%)				4.162	
Sol Holding (52%)	70	39.277	81.094		
Darwind Holding (67%)			7.464		
Koegorspolder (32%)		3.858	4.665		
Duracar Holding (32%)			2.483		
Wuhan Xinguan OneCarbon (30%)	1.401	831	831		
Q7 Offshore Windpark (50%)		35.282			
Other	2.925	1.941	130	2.544	843
Total book value Participations	4.396	89.841	138.737	46.794	4.895

6.2.9 Hierna zal in § 6.3 tot en met § 6.10 nader worden ingegaan op de invloed op het vermogen van de gekozen waarderingssystematiek ten aanzien van de in het hierboven weergegeven schema genoemde individuele niet-geconsolideerde deelnemingen. In § 6.11 wordt een en ander samengevat voor wat betreft de uitwerking hiervan op de totale eigen vermogenspositie van Econcern. In § 6.12 wordt afgesloten met de hieruit voortvloeiende uitwerking van de gekozen systematiek op de door Econcern gepresenteerde resultaten in haar winst- en verliesrekeningen als opgenomen in de jaarrekeningen 2006 en 2007. In § 6.13 wordt ingegaan op de invloed op het vermogen en resultaat van Econcern als gevolg van de verantwoorde (gerealiseerde) waardeinstijgingen voor wat betreft de deelnemingen in Sol

Holding en BMCH en § 6.14 bevat conclusies ten aanzien van BMCH, Darwind en Sol Holding.

6.3 Sol Holding

6.3.1 Econcern hield vanaf februari 2007 een 52%-kapitaalbelang in Sol Holding. Deze vennootschap hield op haar beurt een 60%-belang in Silpro (een siliciumfabriek in aanbouw in Zuid Frankrijk) en een 75%-belang in Blue Chip Energy (BCE; een fabriek in zonnecellen in Oostenrijk) hield. De juridische structuur, de directievoering en een beschrijving van Silpro en BCE zijn in hoofdstuk 18 (Sol Holding) nader uiteengezet. Op grond van deze uiteenzettingen wordt geconcludeerd dat Econcern invloed van betekenis op het financiële en zakelijke beleid van Sol Holding en haar deelneming Silpro uitoefende. Immers:

- Econcern bezat meer dan 20% van de aandelen van Sol Holding (wettelijk vermoeden van invloed van betekenis ex artikel 2:389 lid 1 BW);
- Econcern bezat indirect (via haar 52%-kapitaalbelang in Sol Holding) meer dan 20% van de aandelen van Silpro (wettelijk vermoeden van invloed van betekenis ex artikel 2:389 lid 1 BW);
- De eenhoofdige directie van Sol Holding werd gevoerd door Wouters, zijnde een manager in loondienst van Econcern;⁶
- Econcern maakte in de persoon van haar CEO Van Wijk deel uit van de RvC van Sol Holding;
- Wouters voerde het bestuur bij Silpro en voerde aldaar de feitelijke leiding;

⁶ Een en ander blijkt uit hoofdstuk 18 (Sol Holding).

- Econcern had substantiële financieringen (naast de stortingen op aandelen) verstrekt aan Sol Holding ten behoeve van de door haar gehouden deelneming in Silpro. De verstrekkingen van deze financieringen kunnen worden geclassificeerd als materiële transacties tussen Econcern, Sol Holding en Silpro.

6.3.2 Ondanks dat Econcern indirect (via haar 52%-belang in Sol Holding) meer dan 20% van de aandelen in BCE hield, wordt geconstateerd dat Econcern geen invloed van betekenis op het financiële en zakelijke beleid van BCE had. Immers, BCE heeft als een zelfstandige entiteit onder leiding van de heren Stowasser en Weidinger, functionarissen van Solon, geopereerd. Econcern heeft slechts een toezichthoudende rol door middel van het leveren van één van de leden van de RvC van BCE (Jacometti) uitgeoefend.

6.3.3 Op grond van het bovenstaande wordt geconcludeerd dat Econcern invloed van betekenis heeft uitgeoefend op het zakelijke en financiële beleid van Sol holding AG en haar deelneming in Silpro. Derhalve diende Econcern haar deelnemingen in Sol Holding AG en (indirect) in Silpro tegen netto-vermogenswaarde te waarderen. Omdat Econcern geen invloed van betekenis uitoefende op het zakelijke en financiële beleid van de indirect door haar aangehouden deelneming in BCE, diende deze deelneming tegen kostprijs te worden gewaardeerd. Waardering tegen fair value was en is binnen de door Econcern gehanteerde Nederlandse verslaggevingsregels (Dutch GAAP) niet toegestaan.

6.3.4 Ultimo 2007 heeft Econcern haar belang in Sol Holding op € 81 miljoen gewaardeerd, zijnde de door Econcern gehanteerde market value, afgeleid vanuit de door Econcern als reëel geachte market values voor de

kapitaalbelangen in Silpro en BCE. De onderliggende documentatie en berekeningen die ten grondslag lagen aan de benadering van de market values worden beschreven in § 6.13.3 van dit hoofdstuk.

- 6.3.5 In de voorgaande alinea's is geconcludeerd dat de deelneming in Sol Holding – nu Econcern er niet voor koos om deze deelneming mee te consolideren – echter tegen netto-vermogenswaarde had moeten worden gewaardeerd, waarbij de bij Sol Holding geactiveerde deelnemingen in Silpro en BCE tegen netto-vermogenswaarde c.q. kostprijs dienden te worden gewaardeerd. De netto-vermogenswaarde van Sol Holding AG per 31 december 2007, kan als volgt worden benaderd vanuit de jaarrekeningen 2007 van BCE en Silpro:

Econcern	
Benadering netto-vermogenswaarde Sol Holding AG per 31-december 2007	
Bedragen x € 1.000	
	<u>31-12-2007</u>
Gestort aandelenkapitaal Sol Holding AG	5.000
Af: verlies boekjaar 2007	-550
Af: aandeel cumulatief verlies Silpro tm 2007	<u>-250</u>
Benaderde netto-vermogenswaarde SOL Holding AG	4.200
Aandeel Econcern in geplaatst kapitaal	52%
Econcern's aandeel in de netto-vermogenswaarde (afgerond)	<u>2.000</u>

Ten aanzien van het hiervoor genoemde bedrag van € 4,2 miljoen zou in principe nog in aftrek moeten worden gebracht het relatieve aandeel van Econcern in de waarde van het door Sol Holding AG gehouden kapitaal belang in BCE. Dit leidt tot enkel tot een lagere waarde van Econcern's aandeel in de netto-vermogenswaarde. Gezien de geringe invloed hiervan, is dit effect niet berekend.

- 6.3.6 Uit bovenstaande alinea's blijkt dat Econcern haar deelneming in Sol Holding dus niet tegen een market value van € 81 miljoen had dienen te waarderen, maar, nu deze niet geconsolideerd werd, op haar aandeel in de netto-vermogenswaarde van deze vennootschap, zijnde (maximaal) circa € 2,2 miljoen. Derhalve heeft Econcern in dit opzicht haar eigen vermogen per 31 december 2007 met ca. € 79 miljoen te hoog weergegeven.
- 6.3.7 Daarnaast is het opmerkelijk dat Sol Holding in december 2007 een transactie heeft gesloten met Norsun, waarbij Sol Holding en PPT het 14,28% belang van Norsun in Silpro hebben verworven voor € 733.000 (Sol Holding 10% voor ruim € 0,5 miljoen en PPT de resterende 4,28% voor ruim € 0,2 miljoen).⁷ Indien Econcern in analogie van de benadering van haar andere participaties de marktwaarde van Silpro (en afgeleid daarvan van Sol Holding) per 31 december 2007 aan de meest actuele externe transactie had ontleend, zou de waardering van het volledige aandelenpakket van Silpro hebben geresulteerd in een fair value van circa € 5 miljoen. Vervolgens zou de waardering van Sol Holding in de jaarrekening 2007 van Econcern niet voor € 81 miljoen hebben kunnen plaats vinden, maar tegen een lager bedrag van circa € 75 tot 80 miljoen.
- 6.3.8 Overigens blijkt uit de jaarrekening 2007 van Solon AG dat zij de ruil van BCE met Silpro via Sol Holding AG afwijkend van de wijze waarop Econcern de ruil heeft verantwoord, heeft verwerkt. Solon AG hanteerde een meer prudente verslaggevingssystematiek: de deelneming in Sol Holding AG werd door haar tegen netto-vermogenswaarde verantwoord (en derhalve niet tegen marktwaarde). In de jaarrekening 2007 van Solon AG (pagina 86) staat

⁷ Hoofdstuk 18 (Sol Holding).

vermeld dat het 48% belang van Solon in Sol Holding op basis van de equitymethode (zijnde de netto vermogenswaarde) is gewaardeerd.

6.4 Biomethanol Chemie Holding ('BMCH')

6.4.1 Econcern hield een 37%– (ultimo 2006) respectievelijk 49%–kapitaalbelang (ultimo 2007) in BMCH. BMCH exploiteerde een bio–methanol fabriek in Delfzijl. De juridische structuur en de directievoering van BMCH is in hoofdstuk 19 (BMCH) toegelicht. Op grond van deze uiteenzettingen wordt geconcludeerd dat Econcern invloed van betekenis op het financiële en zakelijke beleid van BMCH uitoefende. Immers:

- Econcern bezat meer dan 20% van de aandelen van BMCH (wettelijk vermoeden van invloed van betekenis ex artikel 2:389 lid 1 BW);
- Econcern maakte in de persoon van haar CEO Van Wijk deel uit van de RvC van BMCH;
- De RvB van BMCH stemde het businessplan steeds één op één af met de RvC van BMCH;
- Econcern heeft substantiële financieringen (naast de stortingen op aandelen) verstrekt aan BMCH. De verstrekkingen van deze financieringen kunnen worden geclassificeerd als materiële transacties tussen Econcern en BMCH. De mate waarin Econcern BMCH financierde stond in geen verhouding tot haar aandelenbelang. In de periode van november 2006 tot en met februari 2009 verstrekke Econcern voor € 31,5 miljoen aan leningen aan BMCH, waarmee zij circa 90% van alle aandeelhoudersleningen in die periode voor haar rekening nam. Waar het op neerkwam was dat BMCH in die periode geheel en al afhankelijk was van de bereidheid van Econcern om haar bedrijfsactiviteiten te financieren. Daarmee was Econcern feitelijk

beleidsbepalend bij BMCH.

- 6.4.2 Op grond van het bovenstaande kan worden geconcludeerd dat Econcern invloed van betekenis heeft uitgeoefend op het zakelijke en financiële beleid van BMCH. Derhalve had Econcern – nu zij er niet voor koos deze deelneming mee te consolideren – haar deelneming in BMCH tegen netto-vermogenswaarde moeten waarderen. Waardering tegen fair value was en is binnen de door Econcern gehanteerde Nederlandse verslaggevingsregels (Dutch GAAP) niet toegestaan.
- 6.4.3 Econcern heeft haar belang in BMCH ultimo 2006 op € 22 miljoen (36,63% kapitaalbelang) en ultimo 2007 op € 29 miljoen (48,79% kapitaalbelang) gewaardeerd, zijnde de door Econcern gehanteerde market values. In de voorgaande alinea's is uiteengezet dat deze deelneming, nu deze niet geconsolideerd werd, echter tegen netto-vermogenswaarde had moeten worden gewaardeerd. De netto-vermogenswaarde van BMCH per 31 december 2006 respectievelijk 2007 kan worden ontleend aan de jaarrekeningen 2006 en 2007 van BMCH.
- 6.4.4 In haar jaarrekeningen 2006 en 2007 heeft BMCH goodwill geactiveerd, gebaseerd op basis van fair value waardering van de door haar aangehouden kapitaalbelangen in operationele werkmaatschappijen. Deze fair value werd in 2006 door BMCH gebaseerd op de prijs die haar aandeelhouders hanteerden bij hun onderlinge transactie in november 2006. Als gevolg hiervan werd € 15 miljoen aan goodwill en € 10 miljoen als materiële vaste activa geactiveerd bij BMCH, hetgeen als agiostorting (€ 25 miljoen) rechtstreeks in het eigen vermogen van BMCH is verwerkt. Er is geen wettelijk verplicht voorgeschreven inbrengbeschrijving met de bijbehorende verplichte

accountantsverklaring (artikel 2:204 b BW) aangetroffen. Activering op basis van fair value is niet toegestaan onder Nederlandse verslaggevingsregels. De netto-vermogenswaarde van BMCH kan als volgt worden herberekend vanuit de jaarrekeningen 2006 en 2007 van BMCH:

Econcern		
Berekening netto-vermogenswaarde BMCH		
Bedragen x € 1.000		
	31-12-2007	31-12-2006
Eigen Vermogen volgens jaarrekening BMCH (Dutch GAAP)	28.089	25.503
Af: boekwaarde goodwill	-11.701	-14.770
	<u>16.388</u>	<u>10.733</u>
Aandeel Econcern in geplaatst kapitaal	48,79%	36,63%
Econcern's aandeel in de netto-vermogenswaarde (afgerond)	<u>8.000</u>	<u>3.900</u>

6.4.5 Uit het bovenstaande blijkt dat Econcern haar deelneming in BMCH dus niet tegen een market value van € 22 miljoen (ultimo 2006) respectievelijk € 29 miljoen (ultimo 2007) had moeten waarderen, maar op haar aandeel in de netto-vermogenswaarde van deze vennootschap, zijnde € 3,9 miljoen (ultimo 2006) respectievelijk € 8 miljoen (ultimo 2007). Derhalve heeft Econcern in dit opzicht haar eigen vermogen per 31 december 2006, respectievelijk 2007 met ca. € 18,1 miljoen (ultimo 2006) respectievelijk € 21 miljoen te hoog weergegeven.

6.4.6 Ten aanzien van bovenstaande analyse wordt nog opgemerkt dat geen rekening is gehouden met gedurende de boekjaren opgetreden kleine verschuivingen in het procentuele belang van Econcern in BMCH.

6.5 Darwind

6.5.1 Econcern hield ultimo 2007 een 67%-kapitaalbelang in Darwind Holding B.V. Via deze vennootschap werd Darwind geëxploiteerd, een onderneming die in Den Helder een nieuw prototype windturbine ontwikkelde. De juridische structuur en de directievoering van Darwind is in hoofdstuk 17 (Darwind) nader uiteengezet. Op grond van deze uiteenzettingen wordt geconcludeerd dat Econcern invloed van betekenis op het financiële en zakelijke beleid van Darwind heeft uitgeoefend. Immers:

- Econcern bezat meer dan 20% van de aandelen van Darwind (wettelijk vermoeden van invloed van betekenis ex artikel 2:389 lid 1 BW);
- De directie van Darwind werd gevoerd door Ecoventures;
- Berkhout (lid van de RvB van Econcern) maakte deel uit van de RvC van Darwind;
- Econcern heeft substantiële financieringen (naast de stortingen op aandelen) verstrekt aan Darwind. De verstrekkingen van deze financieringen kunnen worden geclassificeerd als materiële transacties tussen Econcern en Darwind.

6.5.2 Op grond van het bovenstaande kan worden geconcludeerd dat Econcern invloed van betekenis heeft uitgeoefend op het zakelijke en financiële beleid van Darwind. Derhalve had Econcern haar deelneming in Darwind – nu zij er niet voor koos deze deelneming mee te consolideren – tegen netto-vermogenswaarde moeten waarderen. Waardering tegen fair value was en is binnen de door Econcern gehanteerde Nederlandse verslaggevingsregels (Dutch GAAP) niet toegestaan.

6.5.3 Econcern heeft haar belang in Darwind ultimo 2007 op € 7,5 miljoen (67% kapitaalbelang) gewaardeerd, zijnde de door Econcern gehanteerde market value. In de voorgaande alinea's is uiteengezet dat deze deelneming, nu deze niet geconsolideerd werd, echter tegen netto-vermogenswaarde had moeten worden gewaardeerd. De netto-vermogenswaarde van Darwind per 31 december 2007 kan als volgt worden berekend vanuit de jaarrekeningen van Darwind:

Econcern	
Berekening netto-vermogenswaarde Darwind Holding	
Bedragen x € 1.000	
	<u>31-12-2007</u>
Eigen Vermogen volgens jaarrekening Darwind Holding BV (Dutch GAAP)	4.935
Aandeel Econcern in geplaatst kapitaal	67,22%
Econcern's aandeel in de netto-vermogenswaarde (afgerond)	<u>3.300</u>

6.5.4 Uit bovenstaande alinea's blijkt dat Econcern haar deelneming in Darwind Holding B.V. dus niet tegen een market value van € 7,5 miljoen (ultimo 2007) had dienen te waarderen, maar op haar aandeel in de netto-vermogenswaarde van deze vennootschap, zijnde € 3,3 miljoen. Derhalve heeft Econcern in dit opzicht haar eigen vermogen per 31 december 2007 met ca. € 4,2 miljoen te hoog weergegeven.

6.6 Koegorspolder

6.6.1 Econcern hield (indirect) een 31,9%-kapitaalbelang (ultimo 2007) in Koegorspolder C.V. In opdracht en op onroerende zaken van deze vennootschap zijn in de Koegorspolder nabij Terneuzen een 21-tal

windturbines gebouwd. De juridische structuur en de directievoering van Koegorspolder is in hoofdstuk 14 (Koegorspolder) nader uiteengezet. Op grond van deze uiteenzettingen kan worden geconcludeerd dat Econcern ultimo 2007 invloed van betekenis op het financiële en zakelijke beleid van Koegorspolder uitoefende. Immers:

- Econcern bezat meer dan 20% van de aandelen in de commanditaire vennoten (wettelijk vermoeden van invloed van betekenis ex artikel 2:389 lid 1 BW);
- Voor financiële en zakelijke beslissingen van betekenis door de beherend vennoot Koegorspolder B.V. was een meerderheid van stemmen in de C.V. vereist van 70%.

6.6.2 Op grond van het bovenstaande wordt geconcludeerd dat Econcern invloed van betekenis heeft uitgeoefend op het zakelijke en financiële beleid van Koegorspolder. Derhalve had Econcern haar deelneming in Koegorspolder tegen netto-vermogenswaarde moeten waarderen. Waardering tegen fair value was en is binnen de door Econcern gehanteerde Nederlandse verslaggevingsregels (Dutch GAAP) niet toegestaan.

6.6.3 Econcern heeft haar belang in Koegorspolder ultimo 2007 op € 4,7 miljoen (31,9% kapitaalbelang) gewaardeerd, zijnde de door Econcern gehanteerde market value. In de voorgaande alinea's is geconcludeerd dat deze deelneming echter tegen netto-vermogenswaarde had moeten worden gewaardeerd. De netto-vermogenswaarde van Koegorspolder per 31 december 2007 kan als volgt worden berekend vanuit de jaarrekening 2007 van Koegorspolder:

Econcern	
Berekening netto-vermogenswaarde Koegorspolder C.V.	
Bedragen x € 1.000	
	<u>31-12-2007</u>
Eigen Vermogen volgens jaarrekening Koegorspolder C.V. (Dutch GAAP)	1.126.000
Aandeel Econcern in geplaatst kapitaal	31,90%
Econcern's aandeel in de netto-vermogenswaarde (afgerond)	<u>359.000</u>

6.6.4 Uit het bovenstaande blijkt dat Econcern haar deelneming in Koegorspolder dus niet tegen een market value van € 4,7 miljoen had moeten waarderen, maar op haar aandeel in de netto-vermogenswaarde van deze vennootschap, zijnde € 0,4 miljoen (ultimo 2007). Derhalve heeft Econcern in dit opzicht haar eigen vermogen per 31 december 2007 met ca. € 4,3 miljoen te hoog weergegeven.

6.7 Terra Nova

6.7.1 Econcern hield ultimo 2006 een 100%-kapitaalbelang aan in Terra Nova S.a.r.l. Via deze vennootschap werden in Noord-Oost Frankrijk wind- en biogasprojecten geëxploiteerd, deels in combinatie met het Franse EDF. Het is opmerkelijk dat Econcern deze 100% deelneming niet mee consolideerde, hetgeen in de jaarrekening 2006 van Econcern niet is toegelicht. Immers, als enig aandeelhouder heeft uitsluitend Econcern het beleid van Terra Nova bepaald.

6.7.2 Als Econcern er dan toch – ten onrechte – voor koos om dit 100% belang niet te consolideren en als deelneming in de jaarrekening te verantwoorden, dan had zij tegen netto-vermogenswaarde moeten waarderen. Waardering tegen

fair value was en is binnen de door Econcern gehanteerde Nederlandse verslaggevingsregels (Dutch GAAP) niet toegestaan.

6.7.3 Econcern heeft haar belang in Terra Nova ultimo 2006 op € 4,162 miljoen (100% kapitaalbelang) gewaardeerd, zijnde de door Econcern betaalde koopsom voor de verwerving van dit 100% kapitaalbelang. In de voorgaande alinea's is geconcludeerd dat deze deelneming echter tegen netto-vermogenswaarde had moeten worden gewaardeerd. De netto-vermogenswaarde van Terra Nova per 31 december 2006 bedroeg € 65.000.⁸

6.7.4 Uit bovenstaande alinea's blijkt dat Econcern haar deelneming in Terra Nova dus niet tegen de door haar betaalde koopprijs van € 4,2 miljoen (ultimo 2006) had dienen te waarderen, maar de netto-vermogenswaarde van deze vennootschap, zijnde € 65.000. Het verschil met de betaalde koopprijs ad € 4,1 miljoen had Econcern als goodwill onder de immateriële vaste activa dienen te verantwoorden. Een en ander wordt hierna nader uitgewerkt in § 7 (WIP own account).

6.8 Duracar Holding

6.8.1 Econcern hield ultimo 2007 een 32%-kapitaalbelang aan in Duracar Holding BV. Via deze vennootschap werd Duracar geëxploiteerd, een onderneming die zich in Heerlen bezig hield met de ontwikkeling van elektrisch aangedreven lichtgewicht kunststof auto's. Uit het navolgende blijkt dat Econcern invloed van betekenis op het financiële en zakelijke beleid van Duracar heeft uitgeoefend. Immers:

⁸ Interne balans per 31 december 2007, inclusief vergelijkende cijfers per 31 december 2006; "édité le 29/10/2008".

- Econcern bezat meer dan 20% van de aandelen van Duracar (wettelijk vermoeden van invloed van betekenis ex artikel 2:389 lid 1 BW);
- Econcern maakte in de persoon van haar CEO Van Wijk deel uit van de RvC van Duracar;
- Ultimo 2007 heeft Econcern een financiering verstrekt van € 500.000,- (exclusief agio storting). Gezien het totaal geïnvesteerde vermogen van Duracar Holding ultimo 2007 ad € 2,2 miljoen, kan worden gesproken van een substantiële financieringsbijdrage door Econcern.

6.8.2 Op grond van het bovenstaande wordt geconcludeerd dat Econcern invloed van betekenis heeft uitgeoefend op het zakelijke en financiële beleid van Duracar. Derhalve had Econcern haar deelneming in Duracar tegen netto-vermogenswaarde moeten waarderen. Waardering tegen fair value was en is binnen de door Econcern gehanteerde Nederlandse verslaggevingsregels (Dutch GAAP) niet toegestaan.

6.8.3 Econcern heeft haar belang in Duracar ultimo 2007 op € 2,5 miljoen (32% kapitaalbelang) gewaardeerd, zijnde de door Econcern gehanteerde market value. In de voorgaande alinea's is geconcludeerd dat deze deelneming echter tegen netto-vermogenswaarde had dienen te zijn gewaardeerd. De netto-vermogenswaarde van Duracar per 31 december 2007, kan als volgt worden berekend vanuit de jaarrekening van Duracar Holding.

Econcern	
Berekening netto-vermogenswaarde Duracar Holding	
Bedragen x € 1.000	
	<u>31-12-2007</u>
Eigen Vermogen volgens jaarrekening Duracar Holding BV (Dutch GAAP)	517.000
Aandeel Econcern in geplaatst kapitaal	32,25%
Econcern's aandeel in de netto-vermogenswaarde (afgerond)	<u>167.000</u>

6.8.4 Uit bovenstaande alinea's blijkt dat Econcern haar deelneming in Duracar Holding B.V. dus niet tegen een market value van € 2,5 miljoen (ultimo 2007) had dienen te waarderen, maar op haar aandeel in de netto-vermogenswaarde van deze vennootschap, zijnde € 167.000. Derhalve heeft Econcern in dit opzicht haar eigen vermogen per 31 december 2007 met ruim € 2,3 miljoen te hoog weergegeven.

6.9 Solland Solar Energy

6.9.1 Econcern hield een 24%- (ultimo 2006) respectievelijk 22%-kapitaalbelang (ultimo 2005) aan in Solland Solar Energy Holding B.V. Via deze vennootschap werd een productiefaciliteit in Zuid-Limburg geëxploiteerd waar zonnecellen werden geproduceerd en verhandeld. Uit het navolgende blijkt dat kan worden geconcludeerd dat Econcern invloed van betekenis op het financiële en zakelijke beleid van Solland heeft uitgeoefend. Immers:

- Econcern bezat meer dan 20% van de aandelen van Solland (wettelijk vermoeden van invloed van betekenis ex artikel 2:389 lid 1 BW);
- Econcern maakte in de persoon van haar CEO Van Wijk deel uit van de RvC van Solland;

- Econcern verstrekte achtergestelde financiering(en) aan Solland.

6.9.2 Op grond van het bovenstaande wordt geconcludeerd dat Econcern invloed van betekenis heeft uitgeoefend op het zakelijke en financiële beleid van Solland. Derhalve diende Econcern haar deelneming in Solland tegen netto-vermogenswaarde te waarderen. Waardering tegen fair values was en is dus binnen de door Econcern gehanteerde Nederlandse verslaggevingsregels (Dutch GAAP) niet toegestaan.

6.9.3 Econcern heeft haar belang in Solland ultimo 2006 op € 14,6 miljoen (24% kapitaalbelang) en ultimo 2005 op € 1,7 miljoen (22% kapitaalbelang) gewaardeerd, zijnde de door Econcern gehanteerde market values. In de voorgaande alinea's is geconcludeerd dat deze deelneming echter tegen netto-vermogenswaarde had moeten worden gewaardeerd. De netto-vermogenswaarde van Solland per 31 december 2006 respectievelijk 2005 kan als volgt worden berekend vanuit de jaarrekeningen 2006 en 2005 van Solland:

Econcern		
Berekening netto-vermogenswaarde Solland		
Bedragen x € 1.000		
	31-12-2006	31-12-2005
Eigen Vermogen volgens jaarrekening Solland (Dutch GAAP)	14.294	3.866
Aandeel Econcern in geplaatst kapitaal	24,00%	22,00%
Econcern's aandeel in de netto-vermogenswaarde (afgerond)	3.400	900

6.9.4 Uit het bovenstaande blijkt dat Econcern haar deelneming in Solland dus niet tegen een market value van € 14,6 miljoen (ultimo 2006) respectievelijk € 1,7

miljoen (ultimo 2005) had moeten waarderen, maar op haar aandeel in de netto-vermogenswaarde van deze vennootschap, zijnde € 3,4 miljoen (ultimo 2006) respectievelijk € 0,9 miljoen (ultimo 2005).

6.9.5 Op grond hiervan wordt geconcludeerd dat Econcern voor wat betreft de waardering van haar deelneming in Solland haar eigen vermogen met circa € 11,2 miljoen (ultimo 2006) en € 0,8 miljoen te hoog (ultimo 2005) heeft weergegeven.

6.10 Scira Offshore Energy Ltd ('Scira')

6.10.1 Econcern hield een 50%- (ultimo 2007) respectievelijk 25%-kapitaalbelang (ultimo 2006 en 2005) aan in het Engelse Scira Offshore Energy Ltd. Via deze vennootschap werden windturbines in het Verenigd Koninkrijk geëxploiteerd. Op grond van navolgende kan worden geconcludeerd dat Econcern invloed van betekenis op het financiële en zakelijke beleid van Scira heeft uitgeoefend. Immers:

- Econcern bezat meer dan 20% van de aandelen van Scira (wettelijk vermoeden van invloed van betekenis ex artikel 2:389 lid 1 BW);
- De directie van Scira werd gevoerd door vier personen, waarbij twee directieleden werden benoemd door Econcern en in dienst waren van Econcern;
- Ultimo 2006 had Econcern een financiering verstrekt van £ 850.000,- (exclusief agio storting), zijnde een substantieel deel van de financiering van de aanloopverliezen van Scira tot dat moment.

6.10.2 Op grond van het bovenstaande wordt geconcludeerd dat Econcern invloed van betekenis heeft uitgeoefend op het zakelijke en financiële beleid van

Scira. Derhalve had Econcern haar deelneming in Scira tegen netto-vermogenswaarde dienen te waarderen. Waardering tegen fair value was en is binnen de door Econcern gehanteerde Nederlandse verslaggevingsregels (Dutch GAAP) niet toegestaan.

6.10.3 Econcern heeft haar belang in Scira ultimo 2007 op € 12,8 miljoen (50% kapitaalbelang) en ultimo 2006 en 2005 op € 3,5, respectievelijk € 2,4 miljoen (25% kapitaalbelang) gewaardeerd, zijnde de door Econcern gehanteerde market values. In de voorgaande alinea's is geconcludeerd dat deze deelneming echter tegen netto-vermogenswaarde had moeten worden gewaardeerd. De netto-vermogenswaarde van Scira per 31 december 2007 respectievelijk 2006 en 2005 kan als volgt worden berekend vanuit de jaarrekeningen 2007 en 2006 van Scira:

Econcern Berekening netto-vermogenswaarde Scira Offshore Energy Bedragen x € 1.000			
	31-12-2007	31-12-2006	31-12-2005
Eigen Vermogen volgens jaarrekening Scira (UK GAAP)	-7.507	-3.609	-637
Aandeel Econcern in geplaatst kapitaal	50,00%	25,00%	25,00%
Econcern's aandeel in de netto-vermogenswaarde (afgerond)	-3.800	-900	-200

6.10.4 Uit het bovenstaande blijkt dat Econcern haar deelneming in Scira dus niet tegen een market value van € 12,8 miljoen (ultimo 2007) respectievelijk € 3,5 en 2,4 miljoen (ultimo 2006 en 2005) had moeten waarderen, maar op haar aandeel in de netto-vermogenswaarde van deze vennootschap, zijnde negatief € 3,8 miljoen (ultimo 2007) respectievelijk € 0,9 miljoen negatief en € 0,2 miljoen negatief (ultimo 2006 en 2005). Er echter van uitgaande dat Econcern niet hoofdelijk aansprakelijk was voor de schulden van Scira, had

Econcern kunnen volstaan met het waarderen van de deelneming in Scira op nihil.

6.10.5 Op grond van het bovenstaande kan worden geconcludeerd dat Econcern voor wat betreft de waardering van haar deelneming in Scira haar eigen vermogen met circa € 12,8 miljoen (ultimo 2007) en € 3,5 miljoen respectievelijk € 2,4 miljoen te hoog (ultimo 2006 en 2005) heeft weergegeven.

6.11 Impact van de waarderingsgrondslagen ten aanzien van de niet-geconsolideerde deelnemingen voor de verantwoorde eigen vermogenspositie

6.11.1 In de voorgaande paragrafen zijn de waarderingen van de belangrijkste niet door Econcern geconsolideerde aangehouden kapitaalbelangen geanalyseerd per vennootschap. Daar zijn conclusies getrokken ten aanzien van de verantwoorde eigen vermogenspositie van Econcern. Deze conclusies zijn samengevat in onderstaande tabellen.

Econcern Berekening vermogenseffecten waarderingsgrondslagen niet geconsolideerde deelnemingen Bedragen x € 1.000			
<i>31 december 2007</i>	waardering jaarrekening 2007	Aandeel in netto-vermogens- waarde ult 2007	Correctie vermogen ult 2007
Sol Holding	81.094	2.000	-79.094
Darwind	7.464	3.300	-4.164
Scira	12.810	0	-12.810
BMCH	29.260	13.700	-15.560
Duracar	2.483	167	-2.316
Koegorspolder	4.665	359	-4.306
Wuhan Xinguan	831		-831
Other	130	130	0
	138.737	19.656	-119.081

Voor 2006 ziet het schema er als volgt uit:

Econcern Berekening vermogenseffecten waarderingsgrondslagen niet geconsolideerde deelnemingen Bedragen x € 1.000			
<i>31 december 2006</i>	waardering jaarrekening 2006	Aandeel in netto-vermogens- waarde ult 2006	Correctie vermogen ult 2006
Solland	14.576	3.431	-11.145
Terra Nova	4.162	65	-4.097
Scira	3.534	0	-3.534
BMCH	21.978	9.300	-12.678
Duracar	2.483	167	-2.316
Koegorspolder	4.665	359	-4.306
Wuhan Xinguan	831	0	-831
Other	2.544	2.544	0
	54.773	15.866	-38.907

Ten aanzien van bovenstaand overzicht wordt vermeld dat er geen nadere specificatie van de post 'Other' (de andere kleinere niet gespecificeerde kapitaalsbelangen) is opgesteld gezien het geringe bedrag in verhouding tot

de vastgestelde correctie van afgerond € 119 miljoen respectievelijk afgerond € 39 miljoen. Bovendien is geen rekening gehouden met gedurende de boekjaren opgetreden kleine verschuivingen in het procentuele belang van Econcern in bovengenoemde niet-geconsolideerde deelnemingen.

6.12 Invloed op de verantwoorde geconsolideerde resultaten van de grondslagen van de resultaatbepaling ten aanzien van de niet-geconsolideerde deelnemingen

6.12.1 Hierna worden de effecten van de verwerking van ongerealiseerde herwaarderingen op de geconsolideerde winst- en verliesrekeningen van Econcern geanalyseerd. Immers, in § 6.11 werden slechts de invloeden op de vermogenspositie van Econcern doorerekend door per individuele deelneming het verschil tussen het aandeel van Econcern in de netto-vermogenswaarde en de door Econcern in haar jaarrekening verantwoorde marktwaarde weer te geven. Deze afwijkingen hebben echter ook direct gevolg voor het aandeel van Econcern in de door de diverse deelnemingen gerealiseerde resultaten.

6.12.2 Econcern heeft haar deelnemingen geherwaardeerd op het moment dat zij deelbelangen aan derden heeft verkocht. Het belang van de verantwoorde – ongerealiseerde – herwaarderingen (aan de hand van het achtergebleven belang van Econcern) via de geconsolideerde winst- en verliesrekeningen blijkt uit het volgende overzicht. De gegevens uit dit overzicht zijn ontleend aan de jaarrekeningen 2005 tot en met 2007 en de concept-jaarrekening 2008 van Econcern.

Econcern					
Geconsolideerde resultaatcijfers					
Bedragen x € 1.000					
	annual accounts 2008	revised figures 2007	annual accounts 2007	annual accounts 2006	annual accounts 2005
Revaluation Sol Holding			40.559		
Revaluation Solland				10.218	
Revaluation Scira			4.158		
Revaluation BMCH			3.742	11.577	
Revaluation Duracar			2.459		
Revaluation Q7			1.377		
Other revaluations of shares			1.174	-279	
Results on revaluation of shares in participations	0	0	53.469	21.516	0
Results on ordinary activities before taxation	-155.117	16.966	70.832	29.181	2.954
In percentage	0%	0%	75%	74%	0%

6.12.3 Uit bovenstaand schema blijkt de enorme invloed van de via de winst- en verliesrekening van Econcern verantwoorde ongerealiseerde herwaarderingen op het door Econcern in haar jaarrekeningen gepresenteerde resultaat over de boekjaren 2006 en 2007.

6.12.4 Ten aanzien van de jaren 2006 en 2007 geldt dat circa 75% (!) van de over die boekjaren door Econcern verantwoorde resultaten voor belastingen het gevolg waren van de ten onrechte als ongerealiseerde herwaarderingen via de opbrengsten ("other revenues") gepresenteerde baten.

6.12.5 Zoals in § 4 al is aangegeven heeft Econcern haar waarderingsgrondslagen bij het opstellen van de concept-jaarrekening 2008 ingrijpend gewijzigd. Deze wijziging heeft zij ook doorgevoerd in de in de concept-jaarrekening 2008 opgenomen vergelijkende cijfers 2007. De in de jaarrekening 2007 als winst verantwoorde ongerealiseerde herwaarderingen zijn in de concept-jaarrekening 2008 dan ook volledig teruggenomen (door middel van neerwaartse correctie van de vergelijkende cijfers over boekjaar 2007). Over

het boekjaar 2008 zijn evenmin winsten uit hoofde van ongerealiseerde herwaarderingen verantwoord in de winst- en verliesrekening van Econcern. Vanaf het boekjaar 2008 heeft Econcern haar niet-geconsolideerde deelnemingen ("participations") niet meer tegen fair values gewaardeerd.

6.12.6 Hiervoor is reeds ingegaan op de invloed van de gekozen waarderingssystematiek ten aanzien van de niet-meegeconsolideerde deelnemingen op de vermogenspositie van Econcern. Dit leidde tot de conclusie dat alle⁹ door Econcern niet-meegeconsolideerde deelnemingen niet op marktwaarde mochten worden gewaardeerd, maar, nu ervoor gekozen werd om deze deelnemingen niet mee te consolideren, tegen het aandeel van Econcern in de netto-vermogenswaarden van de individueel aangehouden kapitaalbelangen.

6.12.7 Hierna worden diverse schema's uitgewerkt, waarbij de correcties als gevolg van de ten onrechte door Econcern via haar winst- en verliesrekening verantwoorde ongerealiseerde herwaarderingen worden weergegeven.

Econcern Berekening resultaat effecten waarderingsgrondslagen niet geconsolideerde deelnemingen Bedragen x € 1.000			
<i>Boekjaar 2006</i>	Resultaat jaarrekening 2006	Aandeel in netto-vermogens- waarde 2006	Correctie resultaat 2006
Solland	10.218	581	-9.637
Scira		-743	-743
BMCH	11.577	179	-11.398
Other revaluations of shares	-279	-279	0
	21.516	-262	-21.778

⁹ Wuhan is niet bekeken gezien de geringe omvang.

Econcern Berekening resultaat effecten waarderingsgrondslagen niet geconsolideerde deelnemingen Bedragen x € 1.000			
<i>Boekjaar 2007</i>	Resultaat jaarrekening 2007	Aandeel in netto-vermogens- waarde 2007	Correctie resultaat 2007
Sol Holding	40.559	-777	-41.336
Scira	4.158	-1.950	-6.108
BMCH	3.742	1.253	-2.489
Duracar	2.459	0	-2.459
Q7	1.377	0	-1.377
Other revaluations of shares	1.174	1.174	0
	53.469	-299	-53.768

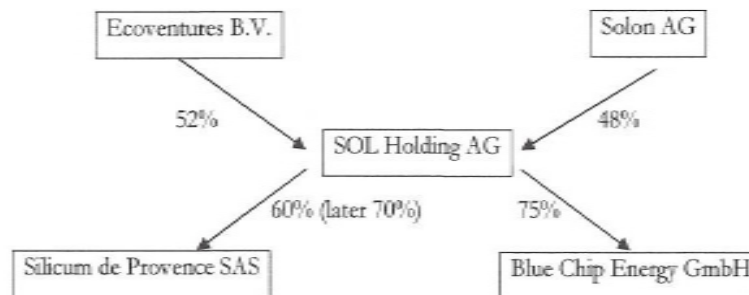
6.13 Gerealiseerde waardeinstijgingen ten aanzien van de niet-geconsolideerde deelnemingen

6.13.1 In het voorgaande is uiteengezet welke invloed de verwerking van de waardering van de niet-geconsolideerde deelnemingen heeft gehad op het vermogen en resultaat van Econcern. In het navolgende worden twee transacties beschreven die door Econcern als gerealiseerde waardeinstijging via de geconsolideerde winst- en verliesrekening zijn verantwoord. Er zal worden toegelicht dat deze transacties ten onrechte als baten zijn verantwoord.

A. Gerealiseerde boekwinst transactie Silpro – Solon AG

6.13.2 In 2007 is Econcern een ruiltransactie aangegaan met het beursgenoteerde Duitse Solon AG. Econcern heeft het door haar aangehouden kapitaalbelang in Silicium de Provence SAS ("Silpro") geruild in het door Solon aangehouden kapitaalbelang in Blue Chip Energy GmbH ("BCE"). Deze ruil werd gestructureerd via de Duitse vennootschap Sol Holding. Na de transactie hield

Econcern een belang van 52% in Sol Holding en Solon hield een belang van 48%. De exacte structuur en achtergrond van deze ruiltransactie is nader uiteengezet in hoofdstuk 18 (Sol Holding). Deze ruil resulteerde in de volgende aandelenverhoudingen:



6.13.3 De ruil die heeft geleid tot de uiteindelijke eigendomsverhoudingen binnen Sol Holding is gebaseerd op reeds begin 2007 tussen Econcern en Solon overeengekomen percentages: Econcern zou – ook na de inbreng van Silpro en BCE – 52% van de aandelen in Sol Holding houden en Solon 48%. Men heeft er vervolgens voor gezorgd dat W+ST Wirtschafts- und Steuerberatung AG ('W+ST') respectievelijk PKF Wirtschaftsprüfung & Beratung ('PKF') bereid waren om Silpro respectievelijk BCE zodanig te waarderen, dat 60% van de waarde van Silpro staat tot 75% van de waarde van BCE, precies zou uitkomen op de reeds lang te voren overeengekomen verhouding 52 staat tot 48. Dat blijkt ook uit de notulen van de RvC vergadering van Sol Holding van 27 juni 2007, waarin de RvC ten aanzien van de waardering van Silpro en BCE het volgende heeft besloten:

"Valuation/contribution in kind: Regardless of the market value 75% shareholding in BCE should equal 60% of shareholding in SILPRO"

Er is derhalve sprake van gemanipuleerde waarderingsrapporten die louter ten doel hadden om naar een van tevoren bepaald eindresultaat te rekenen.

In de waarderingsrapporten per 30 september 2007 opgesteld door W+ST en PKF is de waarde van Silpro gesteld op € 136,5 miljoen en die van BCE op € 98,6 miljoen. 60% van € 136,5 miljoen is € 81,9 miljoen; 75% van € 98,6 miljoen is € 73,95 miljoen. 81,9 staat tot 73,95 is afgerond 52 staat tot 48. Beide waardes betreffen de zogenaamde Enterprise Values; die waardes zijn berekend op basis van door Silpro en BCE zelf opgegeven toekomstige kasstromen. De in die waarderingsrapporten gebruikte parameters zijn niet alleen gemanipuleerd, maar – voor wat betreft Silpro – op onderdelen ook volstrekt onrealistisch en bovendien achterhaald. Er zijn veel te hoge waarderingen doorgerekend.

6.13.4 Econcern heeft het belang in Sol Holding ten onrechte tegen de vermeende fair value gewaardeerd, zijnde de waarde van het gehouden procentuele belang op basis van de hierboven genoemde waarderingsrapporten. In dat verband is geconcludeerd dat uit dien hoofde Econcern haar vermogen ultimo 2007 zeer fors te hoog heeft weergegeven.

6.13.5 Daarnaast heeft Econcern ten onrechte in haar jaarrekening 2007 een gerealiseerde boekwinst ad € 37,5 miljoen in verband met de vervreemding van haar belang in Silpro aan Sol Holding verantwoord. Omdat sprake is van een ruil en de ruil gebaseerd is op toekomstige kasstromen (immers zowel de door Silpro als de door BCE te exploiteren fabrieken waren nog in aanbouw; zij waren ten tijde van de ruil nog ver weg van ingebruikname) kan geen sprake zijn van gerealiseerde boekwinsten, maar is er slechts sprake van opwaardering naar (theoretische) marktwaarden. Derhalve is de wijze van verantwoording van de boekwinst, die is gerealiseerd in het kader van de ruiltransactie, in strijd met het voor de (Nederlandse) jaarverslaggeving van eminent belang zijnde voorzichtigheidsbeginsel, dit nog los van het feit dat

ook die € 37,5 miljoen gebaseerd was op een gemanipuleerde, deels achterhaalde en volstrekt onrealistische waardering.

6.13.6. Voorts had er – met inachtneming van RJ 270.108 – geen verantwoording via de winst- en verliesrekening mogen plaatsvinden.

B. Gerealiseerde boekwinst transactie BMCH – Teijin

6.13.7 Ecoventures heeft, nadat zij een belang in BMCH had verkregen, een deel van haar belang overgedragen aan de Japanse partij Teijin. In dat kader heeft zij op 6 oktober 2006 – nog voor de oprichting van BMCH – een geheimhoudingsovereenkomst met Teijin gesloten, waarin in artikel 1 wordt gesproken over “*a possible participation of Teijin*” in BMCH. In de aandeelhoudersovereenkomst d.d. 30 oktober 2006 is overeengekomen dat Ecoventures 420.463 aandelen (zijnde 68% van haar aandelen B belang) kan verkopen aan een of meer derden. De bepaling lijkt te impliceren dat Ecoventures dit kan doen zonder dat daarbij de statutaire blokkeringsregeling in acht diende te worden genomen.

6.13.8 Uit de notulen van de vergadering van de RvB d.d. 30 oktober 2006 volgt dat Econventures aan de beslissing om in BMCH te participeren de opschortende voorwaarde heeft verbonden dat direct een belang van 25% kon worden doorverkocht aan Teijin. Op 1 november 2006 heeft Ecoventures 25% van haar aandelen in BMCH doorverkocht aan Teijin tegen een koopprijs van € 15 miljoen; de aandelen zijn op 2 november 2006 geleverd.

6.13.9 Het voorgaande leidt tot de conclusie dat de verkoop aan Teijin onlosmakelijk verbonden is met de aankoop van het belang door Ecoventures in BMCH (tot

61,63%). Om die reden dienen deze twee aandelentransacties in onderling verband te worden gezien en is er geen sprake van een boekwinst op de doorverkoop van de aandelen door Ecoventures aan Teijin, die via de winst- en verliesrekening wordt verantwoord, zoals in de jaarrekening van Econcern (2006) is gedaan. Er is geen sprake van een gerealiseerd transactieresultaat. Het resultaat van Econcern over 2006 is uit hoofde van deze transactie voor een bedrag van € 6,215 miljoen te hoog weergegeven.

6.14 Conclusies ten aanzien van Sol Holding, BMCH en Darwind

6.14.1 De verwerking inzake de kapitaalbelangen van Econcern in Sol Holding, BMCH en Darwind in de jaarrekeningen 2006 en 2007 van Econcern is in meerdere opzichten onjuist geweest.

6.14.2 In de eerste plaats zijn deze belangen, nu in alle drie de gevallen sprake was van groepsmaatschappijen, ten onrechte niet meegeconsolideerd. Ten aanzien van Sol Holding wordt nog opgemerkt dat het in dat geval gaat om het door Sol Holding in Silpro gehouden belang.

6.14.3 In de tweede plaats had Econcern – als zij er dan toch voor koos om de genoemde belangen niet mee te consolideren – deze deelnemingen tegen netto-vermogenswaarde moeten waarderen en niet tegen fair value.

6.14.4 In de derde plaats had Econcern ter zake van Sol Holding in haar jaarrekening 2007 geen ruilwinst van € 37,5 miljoen mogen verantwoorden.

6.14.5 In de vierde plaats had Econcern in de jaarrekening 2007 ongerealiseerde waardeinstijgingen van het 52% belang in Sol Holding (van € 40,5 miljoen)

alsmede de ruilwinst (van € 37,5 miljoen) in verband met de inbreng in Sol Holding van 60% van de aandelen in Silpro en 75% van de aandelen in BCE – als zij er dan toch (ten onrechte) voor koos om het belang in Sol Holding niet mee te consolideren en evenmin als deelneming tegen netto-vermogenswaarde te waarderen – niet mogen baseren op een gemanipuleerd, deels achterhaald en volstrekt onrealistisch waarderingsrapport van W+ST inzake Silpro, terwijl ook inzake BCE sprake was van een gemanipuleerd waarderingsrapport dat louter ten doel had toe te rekenen naar een vooraf vastgestelde aandelenverhouding nà inbreng in Sol Holding van 52%-48% (Econcern – Solon).

7. WIP for own account

7.1 Inleiding

7.1.1 Het belang en de ontwikkelingen van de onderhanden werkposities binnen de vermogensverhoudingen van Econcern blijkt uit het volgende overzicht, dat is ontleend aan haar jaarrekeningen 2005 tot en met 2007 en de concept-jaarrekening 2008 van Econcern.

Econcern					
Geconsolideerde balanscijfers					
Bedragen x € 1.000					
	annual accounts 31-12-2008	revised figures 31-12-2007	annual accounts 31-12-2007	annual accounts 31-12-2006	annual accounts 31-12-2005
Work in progress for third parties	95.503	88.533	49.032	20.165	6.722
work in progress for own account			225.292	86.501	12.602
Total work in progress	95.503	88.533	274.324	106.666	19.324
Book value WIP own account	0	0	225.292	86.501	12.602
Total equity (book value group equity)	82.691	147.497	197.394	88.211	13.072
Percentage of equity	0%	0%	114%	98%	96%
Book value WIP own account	0	0	225.292	86.501	12.602
Total capital employed (book value)	518.940	494.920	697.610	386.888	55.543
Percentage of total capital employed	0%	0%	32%	22%	23%

7.1.2 Econcern heeft onderscheid gemaakt in onderhanden werk ten behoeve van externe opdrachtgevers en onderhanden werk voor eigen rekening en risico. Voor beide soorten onderhanden werk heeft zij verschillende waarderingsgrondslagen gehanteerd, die zij in de loop der jaren meer en meer heeft gepreciseerd in de toelichting op haar jaarrekeningen.

7.2 Waarderingsgrondslag en wet- en regelgeving

7.2.1 Econcern heeft ultimo 2005 ten aanzien van het onderhanden werk gehandeld in overeenstemming met Dutch GAAP. Zij heeft in haar jaarrekening nog geen onderscheid gemaakt tussen onderhanden werken ten behoeve van externe opdrachtgevers en onderhanden werken voor eigen rekening en risico. In haar jaarrekening 2006 heeft Econcern voor het eerst in

haar waarderingsgrondslagen een onderscheid gemaakt in onderhanden werk ten behoeve van externe opdrachtgevers en onderhanden werk voor eigen rekening en risico.

- 7.2.2 De waarderingsgrondslag voor onderhanden werk ten behoeve van externe opdrachtgevers is derhalve in 2006 nauwelijks gewijzigd ten opzichte van 2005. In het voorgaande is reeds geconcludeerd dat Econcern dienaangaande derhalve in overeenstemming met Dutch GAAP heeft gehandeld. Voor wat betreft onderhanden werk voor eigen rekening en risico (WIP for own account) geldt deze conclusie niet. Dit wordt hierna nader uitgewerkt.
- 7.2.3 De waarderingsgrondslag voor onderhanden werk ten behoeve van externe opdrachtgevers is in 2007 niet gewijzigd ten opzichte van voorgaande jaren. In het voorgaande is reeds geconcludeerd dat Econcern dienaangaande derhalve in overeenstemming met Dutch GAAP heeft gehandeld. Voor wat betreft onderhanden werk voor eigen rekening en risico (WIP for own account) geldt deze conclusie niet.
- 7.2.4 In de concept-jaarrekening 2008 heeft Econcern het roer voor wat betreft de waarderingsgrondslagen en grondslagen ter bepaling van het resultaat inzake WIP for own account volledig omgegooid. In de waarderingsgrondslagen is aangegeven dat Econcern onder onderhanden werk slechts nog onderhanden werken in opdracht van externe partijen verwerkt en aldus afscheid heeft genomen van het onder onderhanden werk opnemen van WIP for own account.
- 7.2.5 De RJ bepalen dat WIP for own account in principe niet mogelijk is. Onderhanden werk ten aanzien van projecten wordt gegenereerd in opdracht

van derden/externe opdrachtgevers. In dat geval is enkel waardering tegen kostprijs toegestaan (RJ 221 jo artikel 2:388 lid 2 BW). WIP for own account (onderhanden projecten ten behoeve van de eigen bedrijfsvoering) dienen als materiële vaste activa in ontwikkeling te worden gepresenteerd (RJ 212). Econcern heeft er echter voor gekozen om de positieve opboekingen ten aanzien voor de WIP for own account via de winst- en verliesrekening te verantwoorden. Als gevolg hiervan is niet alleen het eigen vermogen van Econcern hoger weergegeven maar is ook het activiteitsniveau van Econcern als meer omvangrijk in haar winst- en verliesrekening gepresenteerd; uit de winst- en verliesrekening bleek door deze wijze van verslaggeving een hogere omzet (terwijl deze omzet in feite niet werd gerealiseerd).

7.2.6 Door Econcern is WIP for own account gewaardeerd tegen market value. Deze waardering vond plaats op het moment dat decision gate 3, zijnde financial close, werd bereikt. De market value werd vastgesteld aan de hand van discounted cash flow berekeningen van de individuele projecten. De discounted cash flow berekening is echter geen middel om tot juiste verslaggeving te komen, zijnde verslaggeving die is gericht op verantwoording aan de stakeholders van een vennootschap.

7.2.7 De grootste projecten betreffende WIP for own account zijn in onderstaande tabel gespecificeerd.

Econcern				
Geconsolideerde balanscijfers				
Bedragen x € 1.000				
	annual accounts 31-12-2008	revised figures 31-12-2007	annual accounts 31-12-2007	annual accounts 31-12-2006
Q7 Offshore Windpark (50%)			180.018	53.784
Godewind			33.931	
Belwind			3.361	
Terra Nova			4.684	
Afrikahaven			7.372	
Other			-4.074	32.717
Total bookvalue WIP own account	0	0	225.292	86.501

7.3 Conclusie

7.3.1 Indien Econcern – overeenkomstig haar mededeling in de jaarrekening dat de jaarrekening is opgesteld overeenkomstig Dutch GAAP – voor de verwerking volgens Dutch GAAP had gekozen (en dus als materiële vaste activa in de jaarrekening had verwerkt), zou de gerapporteerde omzet beduidend lager zijn geweest (het zou dan immers enkel de aan externe opdrachtgevers en klanten gefactureerde omzet betreffen).

7.3.2. Econcern heeft in haar jaarrekeningen 2005 tot en met 2007 en haar concept-jaarrekening 2008 de volgende opbrengsten verantwoord:

Econcern					
Geconsolideerde resultaatcijfers					
Bedragen x € 1.000					
	annual accounts 2008	revised figures 2007	annual accounts 2007	annual accounts 2006	annual accounts 2005
Turnover	325.827	207.367	167.305	59.380	32.234
Changes work in progress	-22.461	6.263	164.003	138.156	5.427
Other revenues	10.013	4.428	111.642	41.648	6.671
Total revenues	313.379	218.058	442.950	239.184	44.332

- 7.3.3 Indien de projecten in eigen beheer (WIP for own account) in overeenstemming met Dutch GAAP als materiële vaste activa zouden zijn verwerkt, zouden de verantwoorde mutaties in onderhanden projecten (Changes Work in Progress) aanzienlijk lager zijn geweest.
- 7.3.4 Dit gecombineerd met de ten onrechte als ‘other revenues’ verantwoorde herwaarderingen (zie hiervoor § 6) betekent dat de feitelijk gerealiseerde opbrengsten over de boekjaren 2005 tot en met 2008 ongeveer gelijk zijn aan de als ‘turnover’ in bovenstaande tabel gerealiseerde opbrengsten. Voor de boekjaren 2006 en 2007 betekent dit dat de feitelijke omzetten over die boekjaren fors afwijken van de in de geconsolideerde jaarrekeningen 2006 en 2007 verantwoorde opbrengsten. Deze stelling wordt bevestigd door de ‘revised figures 2007’ zoals verantwoord in de concept-jaarrekening 2008.
- 7.3.5 Uit de ‘revised figures 2007’ blijken verantwoorde opbrengsten van € 218 miljoen, terwijl in de jaarrekening 2007 € 443 miljoen aan opbrengsten is verantwoord. In de jaarrekening 2006 is door Econcern een bedrag van € 239 miljoen aan opbrengsten verantwoord, terwijl deze bij benadering feitelijk nog geen € 100 miljoen hebben bedragen.

8. Emissierechten

- 8.1 Vanaf boekjaar 2007 ving Econcern aan met de handel in en ontwikkeling van emissierechten. Vanaf dat moment heeft zij deze activiteiten (geëxploiteerd door middel van haar OneCarbon-vennootschappen) dan ook verantwoord in haar jaarrekening. Dit kwam onder andere tot uitdrukking in de in de balans per ultimo 2007 onder de post voorraden verantwoorde “portfolio of carbon credits”.¹⁰ Deze emissierechten werden gewaardeerd tegen fair market value.
- 8.2 Deze wijze van voorraadwaardering is in strijd met Dutch GAAP. Voorraden kunnen tegen actuele waarde worden gewaardeerd. Op dat moment komt echter slechts de vervangingswaarde in aanmerking volgens artikel 8 van het Besluit actuele waarde. Dit betekent dat – indien waardering van de emissierechten al mogelijk is – OneCarbon haar voorraad emissierechten niet tegen de verkrijgingsprijs kon waarderen maar tegen de inkooprijzen voor deze emissierechten zoals deze golden op de inkoopmarkt op 31 december 2007.
- 8.3 Echter, feit is dat OneCarbon nog helemaal geen emissierechten bezat op balansdatum 31 december 2007. Zij had slechts in- en verkoopcontracten inzake toekomstige aan- en verkopen gesloten en van een “*voorraad emissierechten*” was derhalve nog geen sprake. Econcern (via haar meegeconsolideerde OneCarbon-deelnemingen) heeft de toekomstige kasstromen uit genoemde contracten gewaardeerd en heeft deze waarde als voorraden (inventories; portfolio of carbon credits) verantwoord. Deze waarde duidde zij als fair value, maar zoals hiervoor aangegeven kon slechts

¹⁰ Jaarrekening 2007 van Econcern, p. 72.

de vervangingswaarde als waarderingsgrondslag dienen.

- 8.4 De presentatie van de carbon credits is in de concept-jaarrekening 2008 gewijzigd ten opzichte van de verwerking in de jaarrekening 2007. De rechten uit ERPA's (Emission Reduction Purchase Agreements; overeenkomsten waarbij toekomstige aan- en verkopen van emissierechten werden gecontracteerd door Econcern, waarbij de financiële afwikkeling plaats zou vinden bij de toekomstige levering van de desbetreffende rechten) zijn niet meer als voorraden verantwoord maar als financiële vaste activa.
- 8.5 Wel is de fair value waardering gehandhaafd. De waardering van emissierechten (verantwoord als voorraad) is geschied tegen fair value, gebaseerd op discounted cash flows van de toekomstige kasstromen verbonden aan deze rechten. De herwaardering van emissierechten is geschied naar market values. Deze herwaarderingen zijn via de winst- en verliesrekening verantwoord en niet via de herwaarderingsreserves ("gebonden vermogenscomponenten") ten laste of ten gunste van het eigen vermogen geboekt. Het waarden tegen fair values is in strijd met Dutch GAAP. Voorraden moeten óf tegen kostprijs óf tegen vervangingswaarde worden gewaardeerd, zo blijkt uit artikel 2:384 lid 1 BW alsmede het hiervoor genoemde Besluit Actuele Waarde. Door deze onjuiste wijze van verwerking is het resultaat van Econcern ten onrechte (te) gunstig voorgesteld.
- 8.6 Voorts zijn door Econcern de rechten uit emissiehandel ten onrechte gesaldeerd met verplichtingen aangaande emissiehandel. Dit is niet toegestaan op basis van artikel 2:363 lid 2 BW. Voornoemde punten zijn niet alleen van belang voor de jaarverslaggeving maar ook voor de verslaggeving

jegens het Consortium, zoals hierna in hoofdstuk 5 (Financiering Algemeen) uiteen zal worden gezet.

9. Goodwill bij acquisities

9.1. Inleiding

9.1.1 De betaalde koopprijs voor de projectvennootschappen Gode Wind en Terra Nova is door Econcern niet opgesplitst in enerzijds de verworven netto vermogenswaarde van de geacquireerde ondernemingen en anderzijds de hiervoor betaalde goodwill. Door Econcern is de gehele koopprijs voor de aandelen in de desbetreffende vennootschappen tegen fair value van het gekochte WIP for own account verantwoord. Als gevolg hiervan is het werkkapitaal van Econcern te positief weergegeven en is geen goodwill als immaterieel vast actief verantwoord in de jaarstukken.

9.1.2 Deze conclusie is niet alleen van belang voor de jaarverslaggeving maar evenzeer voor de verslaggeving ten opzichte van het Consortium. In de toelichting op de jaarrekening is de beschreven verwerkingswijze inzake de goodwill bij acquisitie niet als zodanig uiteengezet.

9.1.3 De goodwill die is betaald in het kader van de acquisitie van Gode Wind en Terra Nova is ten onrechte in de jaarrekeningen van Econcern geboekt als WIP for own account. Voor Gode Wind gaat het om een bedrag van € 27 miljoen en voor Terra Nova om een bedrag van € 4 miljoen.

10. Diverse onderwerpen

A. Voorziening voorraden en debiteuren

- 10.1 De waardering van de voorraad – en de debiteurenpositie in verband met de Globasol is te gunstig weergegeven. Deze posten waren als gevolg van technische leveringsproblemen zeer problematisch. Desalniettemin is door Econcern geen voorziening voor eventuele oninbaarheid opgenomen en evenmin werd een afwaardering doorgevoerd. Immers, er was sprake van ernstige defecten ten aanzien van de geleverde modules en de technische installatie van het gehele project, zo blijkt ook uit het Board Report 2007 van PwC. Bovendien heeft Globasol de oplevering niet geaccepteerd.
- 10.2 De vordering en de Globasol-voorraden werden voor een bedrag van € 19 miljoen in de jaarrekening 2007 gewaardeerd. Ten tijde van het opmaken van de jaarrekening 2007 van Econcern was er geen duidelijkheid ten aanzien van de vraag of de schade, voortvloeiende uit de levering van de defecte modules en de schade die was ontstaan als gevolg van de vertraagde oplevering van het project, was verzekerd. Hierover bestaat thans nog steeds discussie met de verzekeraar. In de administratie zijn geen stukken aangetroffen waaruit kan worden geconcludeerd dat er een reële kans op betaling bestond, dan wel dat de defecte modules nog voor verkoop geschikt waren.
- 10.3 Uit hoofde van het voorzichtigheidsprincipe hadden de voorraden en de vorderingen dienen te worden voorzien. Artikel 2:384 lid 2 BW bepaalt dat winsten slechts mogen worden opgenomen, voorzover zij op balansdatum zijn verwezenlijkt. Op 31 december 2007 was er op grond van het voorstaande nog geen sprake van verwezenlijkte winsten. Dit werd impliciet

door Econcern zelf bekrachtigd door in haar concept-jaarrekening 2008 de hiervoor genoemde voorraden en vorderingen af te waarderen.

B. Partiële consolidatie

10.4 Econcern heeft geen consistente gedragslijn gehanteerd met betrekking tot de consolidatie van joint ventures. Zo is het 50%-belang in Q7 partieel meegeconsolideerd (met – zoals hiervoor is gebleken – een enorme invloed op de jaarcijfers van Econcern) terwijl vervolgens het 52%-belang in Sol Holding in 2007 niet is meegeconsolideerd.

10.5 Uit de concept-jaarrekening 2008 van Econcern blijkt dat de vergelijkende cijfers 2007 voor wat betreft de consolidatiekring fors zijn aangepast. De partiële consolidatie van Q7 is in de vergelijkende cijfers 2007 volledig teruggedraaid; het kapitaal belang in Q7 is verantwoord als niet-geconsolideerde deelneming in de jaarrekening van Econcern. Als gevolg hiervan heeft Econcern dus in haar concept-jaarrekening 2008 met terugwerkende kracht de deelnemingen in Q7 en Sol Holding op identieke wijze verwerkt.

C. Immateriële vaste activa

10.6 In de jaarrekeningen 2006 en 2007 zijn immateriële vaste activa verantwoord (boekwaarde ultimo 2007 € 15 miljoen en boekwaarde ultimo 2006 € 12 miljoen). Het betrof met name geactiveerde goodwill en geactiveerde research and development costs. In de administratie van Econcern is geen documentatie aangetroffen omtrent de jaarlijkse in RJ 121.202

voorgeschreven impairment tests. Desgevraagd heeft PwC deze documentatie niet verstrekt.

- 10.7 Uit de concept-jaarrekening 2008 van Econcern blijkt dat de vergelijkende cijfers 2007 voor wat betreft immateriële vaste activa deels in negatieve zin zijn bijgesteld uit hoofde van impairment afboekingen op de in de jaarrekening 2007 verantwoorde boekwaarden per 31 december 2007. Dit duidt erop dat Econcern bij nader inzien van mening is geweest dat een impairment op immateriële activa noodzakelijk was.

D. Niet uit de balans blijkende verplichtingen

- 10.8 De niet uit de balans blijkende verplichtingen zijn niet volledig en correct weergegeven in de jaarrekeningen 2006 en 2007. Het betreft met name:

- I de terugkoopverplichting ad € 30 miljoen ten aanzien van de aan diverse werknemers uitgegeven certificaten van aandelen;
- II de earn out verplichtingen uit hoofde van de aankoop van aandelen in diverse vennootschappen werden niet toegelicht (onder meer de voorwaardelijke earn out verplichting met betrekking tot de aankoop van de aandelen in Gode Wind van maximaal € 57 miljoen);
- III In het kader van de financiering van het Project Q7 heeft Econcern een garantie afgegeven aan het bankenconsortium dat zij ervoor zorg zou dragen dat alle commanditaire vennoten waarin zij en EIH direct of indirect deelnemen, alle in de toekomst verschuldigde belastingen zouden betalen. Deze verplichting is door Econcern berekend en in de geconsolideerde jaarrekening 2007 van Econcern verantwoord als 'deferred tax liability' ad € 22,8 miljoen (contante waarde tegen een

disconteringsvoet van 5,7%). Het totale bedrag waarvoor Econcern zich aansprakelijk heeft gesteld bedroeg echter circa € 45 miljoen (contante waarde).

Overigens is de genoemde belastinglatentie met betrekking tot Q7 op een onjuiste wijze verwerkt in de geconsolideerde jaarrekening 2006 van Econcern; de belastinglatentie van Q7 is ten onrechte in mindering gebracht op het gewaardeerde onderhanden werk in plaats van verantwoording via de voorzieningen aan de passiefzijde van de balans;

- IV Ecoventures heeft bij aandeelhoudersovereenkomst d.d. 16 november 2006 door middel van opties van de overige aandeelhouders de verplichting op zich genomen om op eerste verzoek van ODEN en/of ATO alle aandelen in DarwinD Holding over te nemen tegen een totale koopprijs van € 15 miljoen. Econcern heeft deze optieverplichtingen niet als niet uit de balans blijkende verplichtingen verantwoord in haar jaarrekeningen 2006 en 2007. Dit is in strijd met artikel 2:381 BW en RJ 252.

Tevens heeft Econcern zich in november 2006 garant gesteld voor de koopprijs van € 5,2 miljoen voor de door Alstom te ontwikkelen windturbine onderdelen, hetgeen niet blijkt uit de niet uit de balans blijkende verplichtingen.

E. Transacties verbonden partijen

Lange: REC Afrikahaven

- 10.9 In de periode van begin 2007 tot en met januari 2009 werd de feitelijke aansturing van de activiteiten van Evelop gedaan door Lange. Lange is

derhalve aan te merken als een 'sleutelfunctionaris' in het management van Evelop. RJ 330.101 (d) licht toe dat een sleutelfunctionaris beslissingsbevoegd is en verantwoordelijkheid heeft voor de planning, aansturing en beheersing van de activiteiten van een rechtspersoon. Op grond van het feit dat Lange als sleutelfunctionaris kan worden gekwalificeerd, wordt hij op grond van RJ 330.101 (d) aangemerkt als een verbonden partij. RJ 330 bepaalt vervolgens dat transacties met verbonden partijen in de toelichting in de jaarrekening van de vennootschap dienen te worden uiteengezet.

- 10.10 Ten aanzien van het project REC Afrikahaven zijn projectbetalingen aan een gelieerde vennootschap gedaan (aangehouden door Lange in privé). Deze betalingen zijn als vordering opgenomen onder de post 'Prepayments on Development Projects' voor een bedrag van circa € 18,5 miljoen. In de jaarrekening 2007 van Econcern is niet toegelicht dat dit een transactie met een verbonden partij betrof, hetgeen in strijd is met de verslaggevingsregels zoals opgenomen in RJ 330.

F. Transactiekosten financiering

- 10.11 De kosten inzake het aantrekken van de financiering die was gebaseerd op het BP 2008 – 2012 zijn als vooruitbetaalde bedragen in de balans per 31 december 2007 verantwoord, vooruitlopend op de verrekening van toekomstige agiostortingen. Deze bedragen zijn niet als lasten via de winst- en verliesrekening verantwoord. Het gaat om een bedrag van € 1,9 miljoen.
- 10.12 RJ 240.219 bepaalt dat kosten uit hoofde van een transactie tot het plaatsen van aandelen die het boekjaar uiteindelijk niet is doorgegaan, onmiddellijk

ten laste van het resultaat dienen te worden gebracht. Voorts worden in deze richtlijn als kosten, die voor verwerking via de agioreserve in aanmerking komen, genoemd: juridische advieskosten, notariskosten en communicatiekosten.

10.13 De financiering is in mei 2008 tot stand gekomen (en dus niet in het boekjaar 2007) zodat deze kosten direct via de winst- en verliesrekening over 2007 hadden moeten worden verantwoord. Het resultaat over 2007 is om die reden met een bedrag van € 1,9 miljoen te hoog weergegeven.

Hoofdstuk 4 Financiële Rapportage

1. Inleiding

- 1.1 Econcern kende een systeem waarbij voor de binnen Econcern bestaande Nederlandse werkmaatschappijen – met uitzondering van een aantal joint ventures, bijvoorbeeld BMCH en Silpro – zelfstandige administraties per bedrijf werden gevoerd.
- 1.2 Periodiek werd op basis van de administraties van de individuele werkmaatschappijen aan zowel de verantwoordelijke divisiecontrollers als aan de Financieel Directeur gerapporteerd omtrent het financiële reilen en zeilen van de diverse Econcern-bedrijven.
- 1.3 De door de werkmaatschappijen aangeleverde maandcijfers werden verwerkt in het consolidatietraject. Vervolgens werden op maandbasis de financiële ontwikkelingen en resultaten op geconsolideerde basis en op divisieniveau aan de RvB gerapporteerd. De financiële en vermogensposities zijn maandelijks in dezelfde rapportage aan de RvB op geconsolideerd niveau gepresenteerd. De RvC is vervolgens over de financiële en vermogensposities geïnformeerd.
- 1.4 Het bleek overigens niet altijd even eenvoudig om de financiële gegevens op juiste wijze op elkaar aan te laten sluiten, hetgeen ondermeer blijkt uit een e-mail van Hamer d.d. 13 augustus 2008 in reactie op een e-mail van Van Holst van die dag:

“Uiteraard wordt er aan gewerkt om de schedules/rapporten wel aangepast te krijgen, zodat de vergelijking met Forecast ook te maken is. Echter: Zoals eerder aangegeven was het maken en sluitend krijgen van de Forecast een crime en heeft er in geresulteerd dat er in de forecast van de maand July veel consolidatie en eliminatie correcties zijn verwerkt om de geconsolideerde full year forecast sluitend te krijgen. Dit speelt met name op Ecofys en Evelop niveau. Hierdoor is een vergelijking versus Forecast minder zinvol en wil ik daar de divisies niet opnieuw mee lastig vallen.”

- 1.5 Epskamp is in het najaar van 2008 als CFO toegetreden tot de RvB van Econcern. Zoals verwoord, heeft Van Holst vanaf dat moment gerapporteerd aan Epskamp, onder wiens verantwoordelijkheid vervolgens de financiële rapportages aan de gehele RvB zijn gepresenteerd.

2. Discussie omtrent verslaggeving

- 2.1 Binnen Econcern was ten aanzien van bepaalde onderwerpen sprake van discussie omtrent verslaggevingsitems tussen de RvB en het financieel management. De leden van de RvB hebben zich intensief bemoeid met de verslaggeving.
- 2.2 Er ontstonden regelmatig scherpe tegenstellingen op het vlak van de verslaggeving tussen het financieel management en de RvB. Dit betrof met name aspecten rondom het moment van winstneming bij het vervreemden van kapitaalbelangen en het verwerken van ongerealiseerde herwaarderingswinsten. Belangrijke onderwerpen met een grote financiële impact zijn met name de verwerking van de transactie ten aanzien van SOL Holding AG in het derde kwartaal van 2007 en het vierde kwartaal van 2008, de verwerking van de voorgenomen gedeeltelijke vervreemding van de

participatie in Darwind/Wind Holding in het derde kwartaal van 2008 en de mogelijke financial closing van het project Belwind ultimo 2008.

2.3 Hieronder worden diverse voorbeelden genoemd van de interne discussies tussen het financieel management van Econcern en de RvB:

- A. Op 27 oktober 2008 zond Van Holst een notitie inzake Darwind aan Epskamp. Deze notitie moest kennelijk onder verantwoordelijkheid van Van Holst door de RvB worden ondertekend. In deze notitie is uiteengezet dat in de vergadering van de RvB d.d. 13 oktober 2008 is vastgesteld dat de overeenkomst met de Provincie Noord-Holland ten aanzien van de verkoop van een belang van 10% in Darwind als onherroepelijk kon worden gekwalificeerd (en dus is verwerkt in de compliance certificate naar de toestand per 30 september 2008 d.d. 31 oktober 2008). Kennelijk was er bij Van Holst en zijn collega's behoefte aan deze uitdrukkelijke bevestiging van de RvB op dit punt.
- B. Een vergelijkbare situatie heeft zich voorgedaan in het kader van de verwerking van de transactie in het kader van de verwerving van de aandelen in Allchemix (die op haar beurt weer een gedeelte van de aandelen hield in BMCH, Duracar en Aquaphyto). Van der Leun heeft op 15 oktober 2008 de volgende verklaring ondertekend:

“The related goodwill still has to be allocated to the serval acquisitions based upon the valuations according to the presentation. The goodwill primarily relates to BMCH where the acquisition valuation (EUR 150 million) exceeds the basis for the current valuation (EUR 60 million). The higher amount is primarily a result of the test with the trial bio

plant which was concluded successfully. Econcern Board is convinced the higher valuation will be proven in 2 transactions which are expected to be closed in the fourth quarter of 2008 (Sale of part of assets, gaz transaction)."

Ook deze verklaring is op verzoek van Van Holst door Van der Leun ondertekend alvorens deze informatie in de interne rapportages op te nemen.

- C. In juli 2008 heeft de aandeelhouder Norsun haar belang in Silpro verkocht. Sol Holding heeft in dat kader een additioneel belang van 10% in Silpro verkregen voor een bedrag van € 500.000,- met als resultaat dat Sol Holding vanaf het moment 70% van de aandelen in Silpro hield. Econcern heeft in verband met deze aankoop in haar half jaar rapportage 2008 een bedrag van € 6,7 miljoen geboekt als ongerealiseerde herwaarderingen via de post 'other revenues' in de winst- en verliesrekening.

Over deze wijze van verwerking heeft binnen Econcern discussie plaatsgevonden. Christiaens heeft op 15 juli 2008 aan Van Holst bericht dat Solon geen resultaat uit hoofde van deze herwaardering in haar cijfers heeft verwerkt. Christiaens stelt dan ook voor:

"Based on this I propose we follow the guidance of Solon and show no result on the purchase of shares Norsun in Q2-2006 and in Q3-2008 we have to check with the auditors how to deal with this issue. I hope you agree with the proposal above."

Van Holst heeft op dat voorstel van Christiaens als volgt geantwoord:

“ (.....) We discussed this by phone earlier by phone and I indicated that I did not object to follow Solon’s view. However after reading your e-mail thouroughly I note that:

- The proposed treatment is different from what was presented to/discussed with Supervisory Board at an earlier stage*
- The different treatment is not approved by EU yet*

In my view Solholding mgt. should take the view that application of the proposed change should be discussed with Supervisory Board before implementation. Solon shoud respect that.”

Van Holst heeft Van Wijk en Van der Leun op de hoogte van deze discussie gesteld. Van der Leun heeft aan Van Holst bericht:

“Wat hebben wij te maken met hoe Solon dit wil doen, en waarom zouden wij dit willen volgen??”

Van Wijk heeft aan Van Holst nog bericht:

“Wij gaan dat helemaal niet aanpassen omdat Solon dat wil. Graag in overleg met betrokkenen over hoe dit moet. Toine mag dat niet zomaar voorstellen. Toine gaat eerst naar Frank Wouters, Frank kan dat eventueel met mij bespreken.”

- D. De discussie omtrent de verwerking van deze post was eind 2008 nog niet afgerond. Naar aanleiding van de verwerking door Sol Holding in de tweede helft van 2008 van een boekwinst van € 13 miljoen als

gevolg van een aandelentransactie met Norsun, heeft Christiaens (controller Sol Holding) op 10 december 2008 hierover aan Van der Leun het volgende geschreven:

"Sol Holding has reported per ult. September 2008 a profit of 13.1 Mio € regarding the purchase of Norsun shares, assuming that we would re-sell those shares to CDC and Arkema before the end of the year 2008. Based on recent developments we don't expect that we can re-sell those shares before the end of the year 2008. As a consequence the 13.1 Mio Euro have to be eliminated for the reporting as of the 31.12.2008."

Van der Leun heeft daarop diezelfde dag als volgt per e-mail gereageerd: *"It is ridiculous that we would have to take out that profit. PwC is inventing new accounting principles for us every week now. We should strongly object. Since when is the value of shares only valid if you sell them?"*

Van Wijk heeft Van der Leun hierop onmiddellijk via een krachtig e-mailbericht ondersteund: *"I fully agree with Kees, this is ridiculous."*¹

De inhoud van deze e-mail is in het gesprek tussen Van Wijk, Van der Leun en curatoren d.d. 20 april 2012 aan de orde gekomen. Het – niet door Van Wijk en Van der Leun van commentaar – voorziene gespreksverslag vermeldt op dit punt het volgende:

"Over een mailwisseling tussen Van der Leun en Christiaans: "Toine, it is ridiculous that we would have to take out the profit. PwC is inventing

¹ Er wordt opgemerkt dat op het moment dat deze discussie werd gevoerd (in december 2008) Silpro technisch failliet was. Zie hoofdstuk 18 (Sol Holding).

new accounting principles every week now.”, licht Van der Leun toe dat het gaat over de jaarrekening van Sol Holding. Van der Leun heeft daar misschien het verschil tussen accounting principles voor Sol Holding en Econcern niet in de gaten gehouden. Maar blijkbaar is dat uiteindelijk gesetteld, zijn ze daar uitgekomen.”

- E. Op 6 mei 2008 heeft Van Holst ten aanzien van de cijfers over het eerste kwartaal van 2008 onder andere het volgende in een e-mail aan Van der Leun, Van Wijk en Berkhout geschreven:

“In de Q1, 2008 cijfers zijn op uitdrukkelijk verzoek van de Econcern Board de resultaten verwerkt van de volgende transacties:

- Issue van nieuwe aandelen DarwinD Holding aan ConverTeam*
- Acquisitie van aandelen Silpro van Norsun door SolHolding*

Onder verwijzing naar mijn e-mail van 6 februari 2008 aan de Econcern Board blijf ik van mening dat de resultaten over de DarwinD–ConverTeam transactie niet in de q1 cijfers verwerkt zouden moeten worden.

Op 18 april 2008 heb ik Kees van der Leun laten weten dat ik het niet verantwoord acht de SolHolding–Norsun transactie in de cijfers over Q1, 2008 te verwerken (onder verwijzing van mijn e-mail d.d. 6 feb. 2008)

Het feit dat ik de verwerking van beide transacties in de Q1, 2008 cijfers vaktechnisch onverantwoord acht, heb ik in voornoemde bespreking d.d. 29 april herhaald.

Ik acht het mijn verantwoordelijkheid jullie allen als Econcern Board van mijn zienswijze op de hoogte te stellen.”

De door Van Holst genoemde e-mail d.d. 6 februari 2008 bevat een uiteenzetting van Van Holst van de redenen waarom de transactie met Converteam inzake de aandelen Darwind niet in het boekjaar 2007 kon worden verwerkt:

“Zoals eerder mondeling met Dirk en Kees besproken en heb ik mijn twijfels omtrent het feit of verslaggevingstechnisch de voorliggende transactie met Converteam inzake aandelen Darwind in het boekjaar 2007 thuishoort.² (.....)

Kern van de beoordeling is of feitelijk vaststaat dat er sprake is van een onherroepelijke overeenkomst, waarbij alle criteria voor de verwerking van een bate (liefst middels een contract) vaststaan.

Uit email wisseling blijkt het volgende:

*“I am very happy to confirm that Converteam has decided to proceed with the 5M€ investment into Darwind for a 10% stake in equity. The decision has been approved on the principle by our shareholder Barclays Private Equity and is **pending the agreement on, and finalisation of, the related documentation.**”*

Hoewel er principe goedkeuring is van de aandeelhouder van Converteam, blijkt uit de email dat deze goedkeuring afhankelijk is van het voltooien van, en overeenstemming bereiken over, het uiteindelijke contract en de daarin op te nemen bepalingen.

(.....)

Conclusie:

² Deze transactie is uiteindelijk niet in de jaarrekening 2007 van Econcern verwerkt.

Op grond van bovenstaande mailwisseling en met in achtneming van het BW en de Richtlijnen, lijkt het mij dat er geen sprake is van een complete onherroepelijke uitgekristalliseerde transactie.

(...)

Gezien bovenstaande feiten kom ik tot de conclusie dat deze transactie niet in 2007 verantwoord kan worden. Ik heb nog nagedacht of je de optie dan zou kunnen waarderen, maar kom dan tot dezelfde conclusie aangezien de optiewaardering een afgeleide is van de voorgenomen transactie. Gezien de status van de transactie kunnen wij mijns inziens de optie ook niet waarderen.”

- F. De Gier (business unit controller Ecoventures) heeft op 17 oktober 2008 onder andere het volgende aan Van der Leun en Berkhout gemaild:

“Bijgaand treffen jullie aan het draft management report van Ecoventures groep.

-
 - *Tevens is op instructie van de board wel de herwaardering van WindHolding verantwoord van EUR 105 mln inzake de toekomstige aandelenuitgifte aan de Provincie Noord-Holland. Deze transactie is niet compleet, de contracten zijn niet getekend en diverse instanties moeten later in Q4 nog hun goedkeuring geven. Conform de Raad voor de Jaarverslaggeving (Dutch GAAP) zou deze transactie niet verantwoord mogen worden.*
-”

- G. Op 23 oktober 2008 heeft Van Holst per e-mail een aantal accounting issues onder de aandacht van de volledige RvB (Van Wijk, Van der

Leun, Berkhout en Epskamp) gebracht. Deze issues zijn door hem en zijn staf verzameld bij het opstellen van de financiële rapportages over het derde kwartaal van 2008. De opgesomde accounting issues hebben potentieel een forse impact op het door Econcern gepresenteerde (geconsolideerde) vermogen en resultaat. Uit navraag bij Van Holst blijkt dat op dit overzicht geen reactie van de RvB is gekomen. Na de komst van Epskamp (en nadat Van Wijk niet meer betrokken was bij Econcern) zijn deze posten overeenkomstig het overzicht verwerkt, aldus Van Holst.

3. Rapportages externe accountant

- 3.1 PriceWaterhouseCoopers Accountants N.V. ("**PwC**") was jarenlang de controlerend accountant van Econcern. De geraadpleegde jaarrekeningen 2003 tot en met 2007 zijn door PwC voorzien van goedkeurende accountantsverklaringen. Vanaf boekjaar 2005 werden die accountantsverklaringen getekend door de heer drs. F.S. van der Ploeg RA.
- 3.2 Over 2008 is er formeel geen jaarrekening meer uitgebracht door Econcern. Wel heeft PwC op 12 mei 2009 (slechts 14 dagen voor datum surseance van betaling) een brief gericht aan de RvB van Econcern, waarin zij de status van de accountantscontrole en de verwachtingen betreffende de bij de jaarrekening 2008 af te geven accountantsverklaring heeft weergegeven. Van der Ploeg heeft in die brief bericht dat de jaarrekening 2008 zoals die op dat moment voorlag, zou worden voorzien van een goedkeurende accountantsverklaring. Hij heeft het voorbehoud gemaakt dat PwC nog enige controledocumentatie diende te ontvangen die de veronderstelling van going-concern en continuïteit diende te ondersteunen, maar "*we expect to be*

able to issue our unqualified auditor's report on the financial statements."

Voor het overige heeft PwC opgemerkt: *"Apart from these aspects we have no material outstanding issues with respect to our audit of the financial statements."* PwC was zich bewust van het belang van de inhoud van deze brief omdat zij in een begeleidende e-mail aan Epskamp het volgende heeft geschreven *"Als je deze brief aan derden ter beschikking stelt (wat vanzelfsprekend de bedoeling is), dan vragen wij deze partijen om een vrijwaringsbrief te ondertekenen"*.

- 3.3 In het kader van haar accountantscontroles heeft PwC jaarlijks een zogenaamd Board Report uitgebracht. Deze rapportages zijn getekend door Van der Ploeg en de heer P. Tieleman RA, beiden PwC-partner. In de Board Reports zijn naast beschouwingen omtrent de financiële performance en diverse onderwerpen betreffende de verslaggeving van Econcern, aanbevelingen gedaan met betrekking tot de administratieve organisatie en interne controle van Econcern.
- 3.4 In het Board Report over 2006 van 24 april 2007 heeft PwC geconstateerd dat Econcern heeft geïnvesteerd in haar interne controle-omgeving. Hiervoor is reeds beschreven dat in de zomer van 2006 van Holst als Financieel Directeur werd aangesteld. Zijn aantreden werd ingegeven door de behoefte bij de RvB naar een stevige financiële functionaris vanwege de groei van Econcern en de verdere aanscherping van de administratieve organisatie van de groep en haar onderliggende bedrijven. PwC heeft dan ook geconstateerd dat mede als gevolg van het versterken van het financieel management verbeteringen in de "control environment" van Econcern zijn gerealiseerd.

- 3.5 PwC heeft echter nog wel enige aanbevelingen op het vlak van de administratieve organisatie in het Board Report 2006 genoemd gezien de snelle groei van de onderneming, de toename van het aantal projecten, complexiteit, financiering en internationalisering van de activiteiten.
- 3.6 Ook in 2007 heeft PwC verdere verbeteringen op het gebied van de administratieve organisatie en interne controle binnen Econcern geconstateerd. Echter, ook in het Board Report 2007 heeft PwC nog wel enige aanbevelingen op het vlak van de administratieve organisatie genoemd.
- 3.7 Evenals over 2006 en 2007 heeft PwC ook in 2008 een verbetering in de kwaliteit van de financiële organisatie binnen Econcern geconstateerd. Ondanks dit alles heeft PwC toch ook nog punten ter verbetering opgemerkt ten aanzien van de “*control environment*” van Econcern.
- 3.8 PwC is in november 2008 via haar Early Warning report 2008 met name ingegaan op verslaggevingsissues naar aanleiding van haar werkzaamheden in het kader van de accountantscontrole 2008 ten aanzien van Econcern's cijfers per 30 september 2008. Hieronder komen diverse kritische kanttekeningen van PwC betreffende verslaggevingsonderwerpen 2008 aan de orde.
- 3.9 Het resultaat van Econcern over de periode 1 januari 2008 tot en met 30 september 2008 is nagenoeg geheel gevormd door verantwoorde ongerealiseerde herwaarderingsresultaten. Op diverse plaatsen in dit rapport is geconcludeerd dat enerzijds deze herwaarderingsresultaten ten onrechte via de winst- en verliesrekening van Econcern zijn verantwoord en dat anderzijds de uit deze herwaarderingsresultaten voortvloeiende winsten prematuur zijn

verantwoord. PwC heeft in haar executive summary in het Early Warning Report 2008 (p. 3) het volgende opgemerkt:

“The result for the period covering the first 3 quarters of 2008 amounts to € 156 million and is to a large extent (€ 174 million) resulting from the revaluation of Darwind and Wind Holding. At the moment of recording these transactions, we consider that the transactions are not yet fully completed and documented.

We note that for full recognition of these revaluations as per 31 December 2008, it is important that as such the step up in valuation are fully substantiated.”

- 3.10 Opmerkelijk is dat PwC in het najaar van 2008 opmerkingen heeft gemaakt omtrent de waarderingsgrondslagen en consolidatieafwegingen betreffende Silpro/Sol Holding en BMCH, terwijl zij op 13 mei 2008 nog haar goedkeuring aan de jaarrekening 2007 heeft gegeven. PwC heeft het volgende omtrent de verslaggeving rondom Silpro/Sol Holding en BMCH geschreven:

“It should be noted that these revaluations relate to a large extent to Silpro/SolHolding and BMCH, both strategic investments within Ecoventures. The accounting for these investments are strategic to Eoncern as a whole, it could be argued that full recognition of assets and liabilities by means of consolidation provide better insight in Eoncern’s financial position.”

- 3.11 Vanwege het feit dat de accountantscontrole over het boekjaar 2008 formeel niet is gefinaliseerd, is er door PwC geen definitief Board Report 2008 meer uitgebracht. Wel heeft zij op 14 april 2009 een concept-Board Report 2008 uitgegeven naar aanleiding van haar controlewerkzaamheden en –

bevindingen tot dat moment. De in het concept-Board Report 2008 door PwC opgenomen resultaten wijken niet fors af van de resultaten als opgenomen in de in de administratie van Econcern aangetroffen concept-jaarrekening 2008 van 4 mei 2009.

- 3.12 Op basis van de in deze paragraaf beschreven PwC-rapportages kan worden geconcludeerd dat Econcern serieus aandacht besteedde aan het implementeren en – als gevolg van de snelle en forse groei – het verbeteren van haar interne controleomgeving. Uiteraard had de accountant hierbij aanbevelingen ter nadere verbetering. De belangrijkste opmerkingen met betrekking tot de administratieve organisatie die tot op het laatste moment door PwC werden gemaakt, hadden betrekking op cash-management, implementatie van een risk management systeem, documentatie en bewaking van fair values betreffende deelnemingen en projecten.
- 3.13 Uit de PwC-rapportages blijkt daarnaast dat PwC de RvB meermaals onder de aandacht bracht dat de resultaten van Econcern sterk zijn beïnvloed door non-cash items, in het bijzonder de ongerealiseerde herwaarderingen naar fair values van deelnemingen en projecten. Tevens is gebleken dat de uit dien hoofde verantwoorde winsten in een aantal gevallen reeds als resultaat zijn genomen terwijl de formele gronden daartoe nog niet waren gerealiseerd. Hierbij wordt onder andere gerefereerd naar de winsten uit hoofde van ongerealiseerde herwaarderingen op Sol Holding, Belwind en Darwind.

Hoofdstuk 5 Financiering Algemeen

1. Algemene opmerkingen

- 1.1 In dit hoofdstuk wordt de financieringsstructuur van Econcern uiteengezet.
- 1.2 In het hoofdstuk 7 wordt vervolgens ingegaan op de in het kader van het BP 2008 – 2012 verstrekte financiering. Daar zal worden bekeken in welke mate de in het BP 2008 – 2012 vermelde gegevens juist en volledig waren en of Econcern op het moment van publicatie van het BP 2008 – 2012 wist, of kon weten, dat de vermelde gegevens onjuist waren. De conclusie zal luiden dat ten tijde van de publicatie van het BP 2008 – 2012 reeds bekend was, althans had kunnen zijn, dat de in dat plan opgenomen prognoses niet gehaald zouden kunnen worden.

2. Groei Econcern in de jaren 2005 tot en met 2008

- 2.1 Econcern heeft in de jaren 2005 tot en met 2008 een forse groei doorgemaakt. Dit komt uiteraard tot uitdrukking in haar financiële gegevens en kengetallen zoals die uit haar jaarrekeningen zijn te destilleren.
- 2.2 De ontwikkelingen van de vermogens- en financieringsverhoudingen van Econcern gedurende de jaren 2005 tot en met 2008 worden in onderstaand overzicht samengevat.

Econcern					
Geconsolideerde balansen					
Bedragen x € 1.000					
	draft annual accounts 31-12-2008	revised figures 31-12-2007	annual accounts 31-12-2007	annual accounts 31-12-2006	annual accounts 31-12-2005
Intangibles assets	64.375	36.016	15.027	11.689	5.569
Property, plant and equipment	108.475	38.331	22.563	10.874	3.535
Financial assets	62.856	129.260	177.373	50.278	6.268
Fixed assets	235.706	203.607	214.963	72.841	15.372
Inventories	41.128	48.361	46.812	29.079	2.399
Work in progress	95.503	88.533	274.324	106.666	19.324
Receivables	110.884	129.254	115.660	52.760	9.467
Cash and cash equivalents	35.719	25.165	45.851	125.542	8.981
Current assets	283.234	291.313	482.647	314.047	40.171
Total assets	518.940	494.920	697.610	386.888	55.543
Shareholders' equity	77.503	111.608	175.557	84.476	9.472
Minority interests	5.188	35.889	21.837	3.735	3.600
Group equity	82.691	147.497	197.394	88.211	13.072
Subordinated loans	70.750	21.003	64.864	81.896	9.000
Deferred tax liability			22.835		
Other non-current provisions	3.861	499			
Provisions	3.861	499	22.835	0	0
Loans/non-current liabilities	68.666	50.473	146.330	140.359	11.006
Current liabilities	292.972	275.448	266.187	76.422	22.465
Equity and liabilities	518.940	494.920	697.610	386.888	55.543
<i>Ratio's</i>					
Solvabiliteit					
(eigen vermogen/totaal vermogen)	16%	30%	28%	23%	24%
Solvabiliteit					
(garantievermogen/totaal vermogen)	30%	34%	38%	44%	40%
Netto-werkkapitaal					
(net current assets)	-9.738	15.865	216.460	237.625	17.706
Current ratio					
(current assets/current liabilities)	1,0	1,1	1,8	4,1	1,8

2.3 De groei van de activiteiten, het daarmee gepaard gaande vermogensbeslag, alsmede de wijze waarop een en ander is gefinancierd in de loop der jaren kan onder andere door middel van het navolgende kasstroomoverzicht in beeld worden gebracht. Dit overzicht is ontleend aan de geconsolideerde jaarrekeningen 2005 tot en met 2007 en de concept-jaarrekening 2008 van Econcern. In hoofdstuk 8 (Analyse kasstromen 2007 tot en met 2009 (niet project gerelateerde financieringen)) worden deze kasstromen nader geanalyseerd.

Econcern					
Geconsolideerde kasstromen					
Bedragen x € 1.000					
	draft annual accounts 2008	revised figures 2007	annual accounts 2007	annual accounts 2006	annual accounts 2005
Operating result	-146.137		80.289	33.086	3.452
<i>Non-cash adjustments</i>					
Amortisation and depreciation	29.287		4.145	1.886	1.320
Fair value adjustments derivatives	-13.889				
Results disposals and revaluations subsidiaries	-6.155				
Change in provisions	3.361				
	12.604	N.A.	4.145	1.886	1.320
<i>Changes in working capital</i>					
Trade receivables	7.568		-30.294	-43.293	1.730
Inventory and Work in progress	18.196		-185.393	-114.022	-6.668
Othr current assets	15.242		-32.606		
Current liabilities	14.456		76.614	18.566	5.646
	55.462	N.A.	-171.679	-138.749	708
Results from participations /minorities			-2.142	-9.101	
Result on revaluation of shares in participations			-53.469	-35.400	
Cash generated from operations	-78.071		-142.856	-148.278	5.480
Financial income and expenses	-11.216		-9.457	-3.905	-498
Deferred tax income			13.517	3.204	1.083
Net cash from operating activities	-89.287	N.A.	-138.796	-148.979	6.065
Acquisition of intangible assets	-10.323		-5.382	-7.022	-2.336
Purchase of property, plant and equipment	-67.811		-13.791	-8.323	-3.191
Purchase financial assets /changes consolidation	-50.735		-73.625	-8.610	-4.209
Net cash used in investing activities	-128.869	N.A.	-92.798	-23.955	-9.736
Proceeds from issue of shares and other equity	203.507		26.972	51.855	-6.163
Conversion convertible loan			-30.000		
Change in long term debt	25.204		41.797	202.247	19.966
Net cash from financing activities	228.711	N.A.	38.769	254.102	13.803
Net cash from operating activities	-89.287		-138.796	-148.979	6.065
Net cash used in investing activities	-128.869		-92.798	-23.955	-9.736
Net cash from financing activities	228.711		38.769	254.102	13.803
Net change in cash and cash equivalents	10.555	N.A.	-192.825	81.168	10.132
Cash as at 1 January	25.156		88.121	6.953	3.179
Net change in cash during financial	10.555		192.825	81.168	10.132
Cash as at 31 December	35.711		104.704	88.121	6.953

- 2.4 Uit dit kasstroomoverzicht kan worden geconcludeerd dat Econcern met name in het boekjaar 2007 een zeer grote kasuitstroom kende (bijna € 200 miljoen). Over hetzelfde boekjaar 2007 heeft Econcern een nettowinst ad € 85 miljoen in haar winst- en verliesrekening verantwoord. De nieuwe CFO, Epskamp, heeft kort na zijn aantreden bij Econcern terecht vastgesteld “*that there was a weak link between revenue and cash*”.

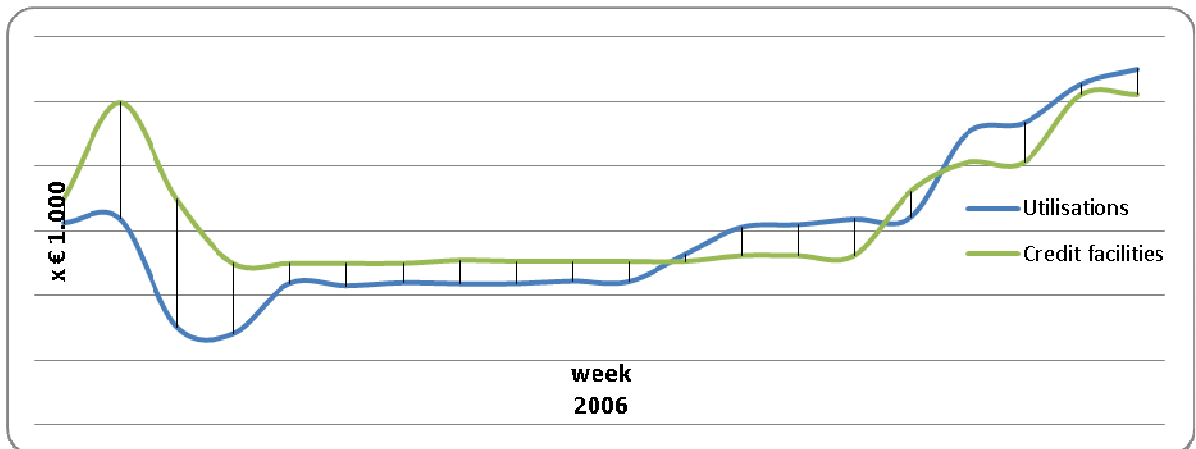
3. Aangetrokken financiële middelen in de jaren 2006 – 2008

- 3.1 In de periode 2006 tot en met 2008 is door Econcern een grote hoeveelheid financiële middelen aangetrokken. In dit hoofdstuk komen de in de jaren 2006 tot en met 2008 aangetrokken financiële middelen aan de orde.
- 3.2 In het onderstaande schema is aan de hand van gegevens uit de jaarrekeningen 2006 en 2007 en de concept-jaarrekening 2008 weergegeven welke financiële middelen Econcern in deze jaren heeft aangetrokken. Het betreft de volgende bedragen ter zake van aangetrokken equity, achtergestelde leningen, leningen en rekening-courant/werkkapitaal faciliteiten:

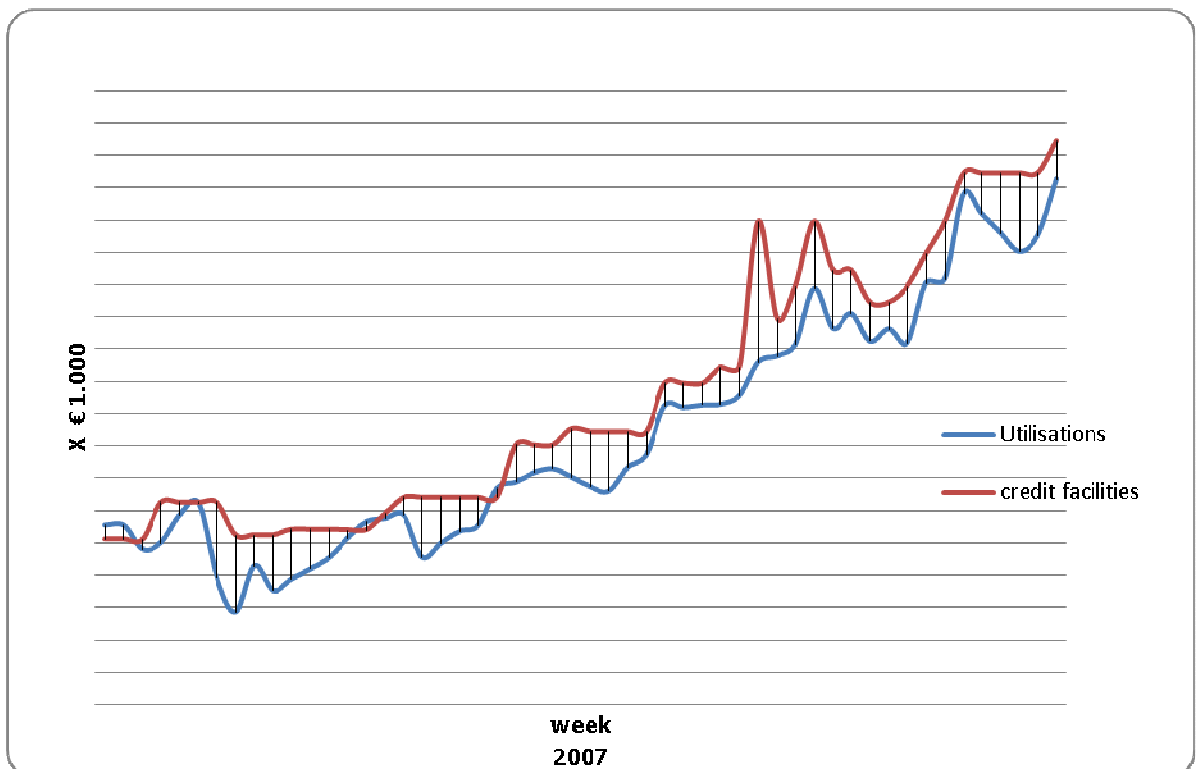
Econcern					
Overzicht financieringsstromen					
Bedragen x € 1.000					
	<i>Total equity financing</i>	<i>Sub- ordinated financing</i>	<i>Bankers' Loans</i>	<i>Banker's facilities (balances)</i>	<i>Financing facilities</i>
Saldi 1 januari 2006 <i>(Bron: jaarrekening 2005)</i>	3.118	17.581	2.425	2.029	8.000
Share issue (SHV)	35.000				
Issued loan SHV		30.000			
Paid wind profits	-818				
Issued loans (project related)		41.396	108.132		
Issued subordinated loan (other)		1.500			
Redemption subordinated loan Triodos		-8.581			
Issued mortgaged loans			7.227		
Issued bankers' facilities			13.001		
Issued Bond and private loans			9.574		
Withdrawals bank overdrafts				35.393	37.000
Saldi 31 december 2006	37.300	81.896	140.359	37.422	45.000
Conversion SHV	2.306	-30.000			
Issued subordinated loans (project related)		3.468			
Issued PREPS loan (subordinated)		9.500			
Issued mortgaged loans			179		
Syndicated bank corporate facility			-15.000	113.131	105.000
Issued project related loans			20.792		
Saldi 31 december 2007	39.606	64.864	146.330	150.553	150.000
Issued ordinary shares	157.933				
Issued phantom shares	25.000				
Issued preference shares	21.250				
Issued subordinated loan SHV (facility 100 mio)		50.000			100.000
Saldi 31 december 2008	243.789	114.864	146.330	150.553	250.000

3.3 Uit onderstaande grafieken blijkt de (toename van de) bancaire (rekening-
courant) financiering faciliteit alsmede het
gebruik daarvan over de jaren 2006, 2007, 2008 en 2009. De gegevens in
deze grafieken zijn ontleend aan de wekelijkse interne cashflow rapportages,
die deel uitmaken van de administratie van Econcern.

2006

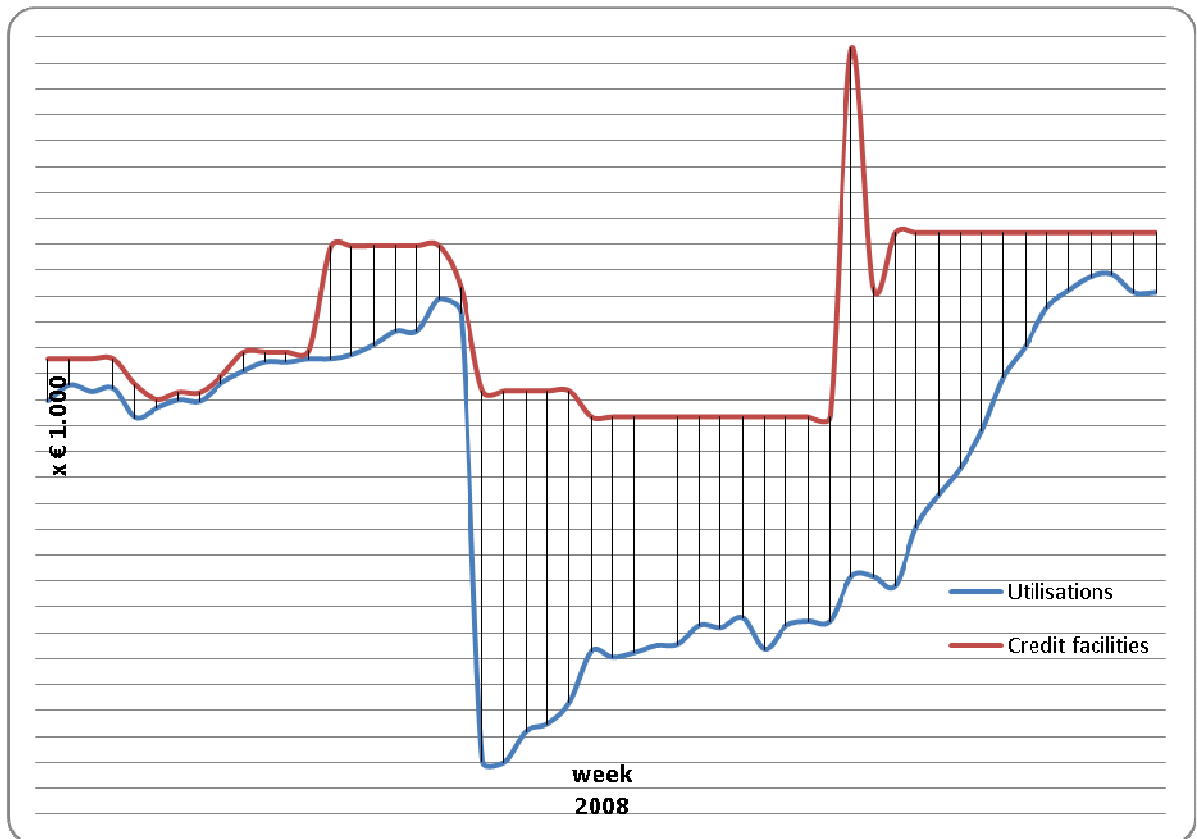


2007

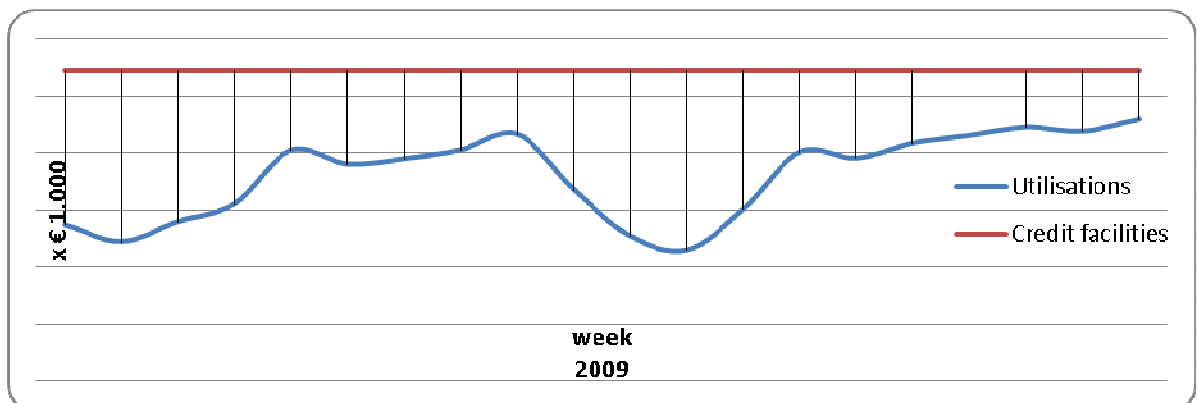


Uit deze grafiek blijkt dat met name in 2007 door een consortium bestaande uit Rabobank, BNP Paribas, Commerzbank, HSBC en ING (“**het Consortium**”) verstrekte bancaire (rekening-courant) faciliteit ad € 150 miljoen zeer snel volledig was getrokken.

2008



2009

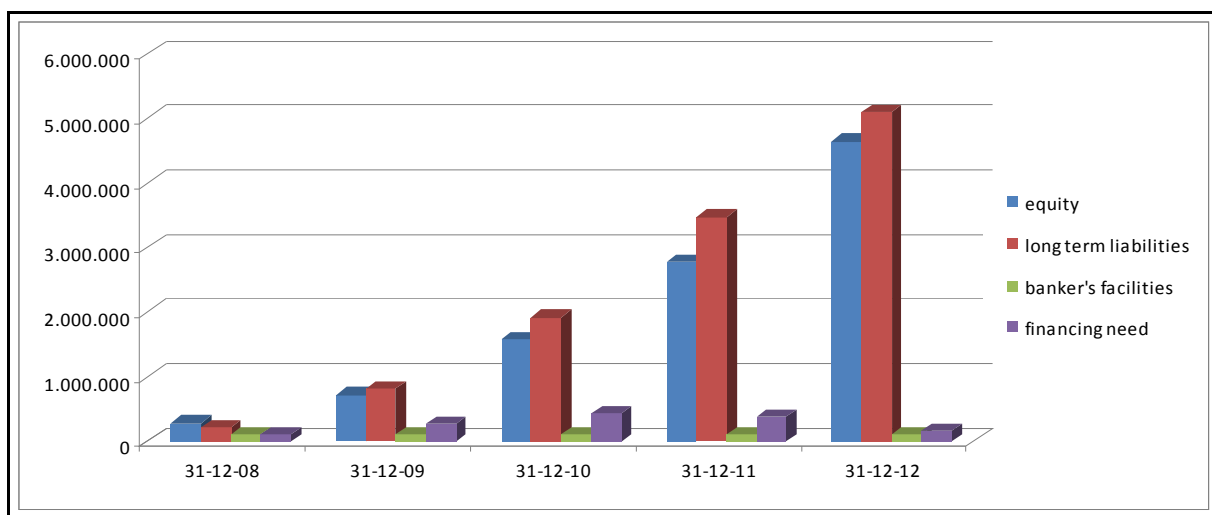


3.4 Het BP 2008 – 2012 vermeldt in § 8.2 dat in 2008 een financieringsbehoefte van € 223 miljoen zou bestaan. Deze financieringsbehoefte loopt op naar een bedrag van € 550 miljoen in 2010.

3.5 De in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde financieringsopbouw en hieruit af te leiden financieringsbehoefte kan als volgt worden samengevat:

Econcern					
Opbouw financieringsstructuur 2008–2012					
Bedragen x € 1.000					
<i>Bron: Sustain-calculaties</i>					
	<i>31-12-2008</i>	<i>31-12-2009</i>	<i>31-12-2010</i>	<i>31-12-2011</i>	<i>31-12-2012</i>
Shareholders' equity	284.000	604.000	1.222.000	2.200.000	3.666.000
Minority interest	5.000	120.000	370.000	580.000	982.000
Group equity	289.000	724.000	1.592.000	2.780.000	4.648.000
Long term liabilities	222.000	820.000	1.920.000	3.475.000	5.096.000
Banker's facilities	110.000	110.000	110.000	110.000	110.000
Financing need	113.000	268.000	440.000	386.000	175.000
Total financing	734.000	1.922.000	4.062.000	6.751.000	10.029.000

Grafisch kan een en ander als volgt worden weergegeven:



3.6 Uit deze grafiek volgt dat Econcern in het BP 2008 – 2012 het beeld heeft gepresenteerd dat zij door het aantrekken van aanvullende risicodragende financiering ('financing need') van € 440 miljoen, in staat zou zijn om een enorme aandeelhouderswaarde te creëren ('equity'). Immers, in combinatie

met het aantrekken van long term (met name non – recourse project) financiering is geprognosticeerd dat de equity zeer fors zou stijgen tot ruim € 4,6 miljard (ultimo 2012). Uit de jaarrekening 2007 van Econcern blijkt dat de equity ultimo 2007 afgerond € 200 miljoen bedroeg. Door het aantrekken van deze financiering zou de equity derhalve toenemen met een factor 23 in een periode van vijf jaar. Deze geprognosticeerde toename is gebaseerd op de geprojecteerde winsten over de periode 2008 – 2012 van € 3,5 miljard (§ 8 van het BP 2008 – 2012). Zoals gezegd, zal in het volgende hoofdstuk nader worden ingegaan op de vraag of deze prognose reëel was en of deze was gebaseerd op juiste financiële informatie.

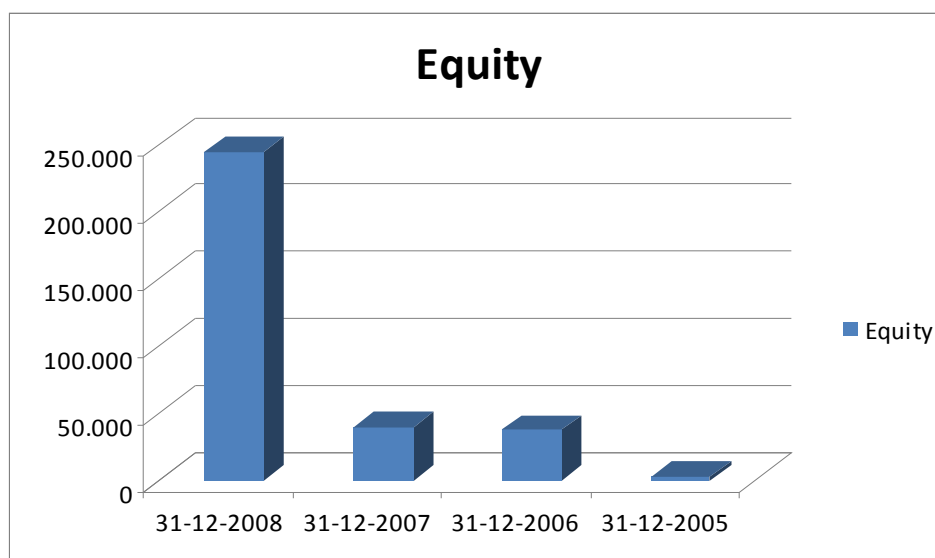
4. Financieringsstructuur

4.1 Equity financiering in de periode 2006 tot en met 2008

- 4.1.1 Uit het onderstaande schema blijkt het verloop van de equity financiering over de periode 2006 tot en met 2009:

Econcern		
Total equity financing		
Bedragen x € 1.000		
Saldo 1 januari 2006 (Bron: jaarrekening 2005)		3.118
Share issue (SHV)	35.000	
Paid wind profits	<u>-818</u>	
		<u>34.182</u>
Saldo 31 december 2006		37.300
Conversion SHV		<u>2.306</u>
Saldo 31 december 2007		39.606
Issued ordinary shares	157.933	
Issued phantom shares	25.000	
Issued preference shares	21.250	
		<u>204.183</u>
Saldo 31 december 2008		243.789

Grafisch kan een en ander als volgt worden samengevat:



4.2 Toelichting equity financiering

4.2.1 Op 3 april 2006 is SHV toegetreden als aandeelhouder van Econcern; aan SHV is een belang in Econcern van 23,33% geleverd voor een bedrag van € 35 miljoen. Daarnaast heeft SHV zich ertoe verplicht om een converteerbare

lening ad € 30 miljoen aan Econcern ter beschikking te stellen. Deze converteerbare lening is op 11 december 2007 door SHV geconverteerd in aandelenkapitaal met een nominale waarde van € 2,306 miljoen.

4.2.2 Op 19 mei 2008 zijn Rabobank en Delta Lloyd toegetreden als aandeelhouder van Econcern; SHV heeft haar belang in Econcern uitgebreid. In het kader van die participaties is in 2008 in het totaal € 190 miljoen als aandelenkapitaal en agio gestort. De kosten verband houdende met deze stortingen bedroegen € 10,9 miljoen. Dit bedrag is rechtstreeks in mindering gebracht op het eigen vermogen van Econcern.

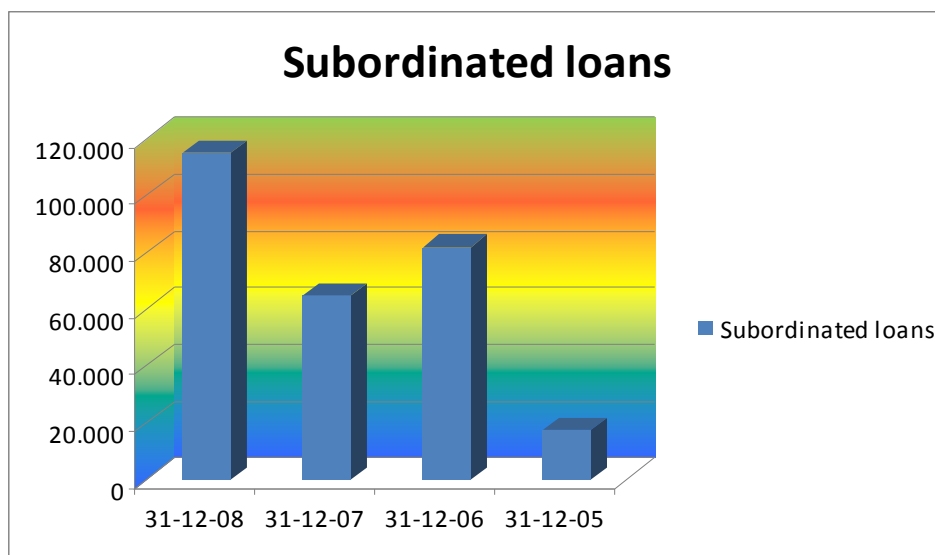
4.2.3 Op 31 december 2008 zijn aan Hamm en Van der Vight zogenaamde phantom shares uitgegeven. Deze phantom shares zijn uitgereikt tegen de overdracht van de door hen (via Allchemix Invest B.V.) gehouden kapitaalbelangen in de ondernemingen BMCH, Duracar, BO2GO en Aquaphyto aan Econcern voor een overeengekomen bedrag ad € 25 miljoen. Deze uitgifte van aandelen heeft per saldo niet op 31 december 2008 tot een cash inflow voor Econcern geleid.

4.3 Aangetrokken achtergestelde leningen in de periode 2006 tot en met 2008

4.3.1 Uit het onderstaande schema blijkt het verloop van de door Econcern aangetrokken achtergestelde leningen in de periode 2006 tot en met 2008:

Econcern					
Subordinated loans					
Bedragen x € 1.000					
	<i>Preps subordinated</i>	<i>Triodos convertible</i>	<i>SHV convertible</i>	<i>Other</i>	<i>Total</i>
Saldo 1 januari 2006 (Bron: jaarrekening 2005)	9.000	8.581			17.581
Issued loan SHV			30.000		30.000
Issued loans (project related)				41.396	41.396
Issued subordinated loan (other)				1.500	1.500
Redemption subordinated loan Triodos		-8.581			-8.581
Saldo 31 december 2006	9.000	0	30.000	42.896	81.896
Conversion SHV			-30.000		-30.000
Issued subordinated loans (project related)				3.468	3.468
Issued PREPS loan (subordinated)	9.500				9.500
Saldo 31 december 2007	18.500	0	0	46.364	64.864
Issued subordinated loan SHV (facility 100 mio)			50.000		50.000
Saldo 31 december 2008	18.500	0	50.000	46.364	114.864

Grafisch kan een en ander als volgt worden weergegeven:



4.4 Toelichting achtergestelde leningen

- 4.4.1 Zoals hiervoor verwoord, heeft SHV in april 2006 aan Econcern een converteerbare lening ad € 30 miljoen ter beschikking gesteld, die op 11 december 2007 is geconverteerd in aandelenkapitaal. Econcern heeft, teneinde deze conversie te kunnen bewerkstelligen, eigen aandelen van haar werknemers ingekocht voor een bedrag van € 30 miljoen. De desbetreffende koopsom is direct betaald waarbij een aantal medewerkers de koopsom als lening aan Econcern ter beschikking heeft gesteld (circa € 2 miljoen). Dit heeft ertoe geleid dat op dat moment een bedrag van circa € 28 miljoen aan liquide middelen aan Econcern is onttrokken. De RvB van Econcern heeft kennelijk bewust gekozen voor het uitkeren van liquiditeiten in plaats van het verwateren van bestaande aandeelhouders (SHV).
- 4.4.2 Voorts blijkt uit de jaarrekening 2006 dat er daarnaast een bedrag ad € 41,396 miljoen aan achtergestelde leningen op projectniveau is aangetrokken. Dit betreft de projectfinanciering van het op 50% basis meegeconsolideerde Q7.
- 4.4.3 In 2006 is de converteerbare lening ad € 8,5 miljoen van Triodos afgelost.
- 4.4.4 Voorts is van PREPS, gevestigd in Ierland, op 12 januari 2007 een achtergestelde lening ad € 9,5 miljoen aangetrokken; in het totaal heeft PREPS € 18,5 miljoen aan Econcern ter beschikking gesteld.
- 4.4.5 Daarnaast is er op project niveau een achtergestelde lening verstrekt ad € 3,468 miljoen inzake project Q7.

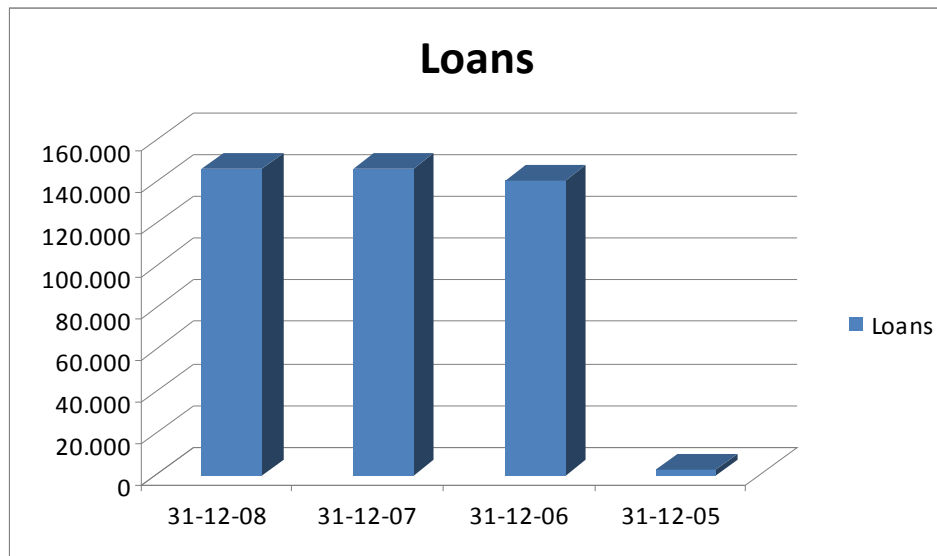
4.4.6 Op 19 mei 2008 is door SHV een achtergestelde lening van € 100 miljoen aan Econcern ter beschikking gesteld. Deze achtergestelde lening had een looptijd tot 1 april 2011. Uit de concept-jaarrekening 2008 van Econcern blijkt dat er ter zake van het bedrag ad € 100 miljoen ‘slechts’ een bedrag van € 50 miljoen is getrokken.

4.5 Aangetrokken leningen in de periode 2006 tot en met 2008

4.5.1 Uit het onderstaande schema blijkt het verloop van de door Econcern aangetrokken leningen in de periode 2006 tot en met 2008:

Econcern Loans Bedragen x € 1.000				
	<i>Bankers</i>	<i>Mortgaged loans</i>	<i>Other</i>	<i>Total</i>
Saldi 1 januari 2006 (Bron: jaarrekening 2005)	1.999		426	2.425
Issued loans (project related)			108.132	108.132
Issued mortgaged loans		7.227		7.227
Issued bankers' facilities	13.001			13.001
Issued Bond and private loans			9.574	9.574
Saldi 31 december 2006	15.000	7.227	118.132	140.359
Issued mortgaged loans		179		179
Syndicated bank corporate facility	-15.000			-15.000
Issued project related loans			20.792	20.792
Saldi 31 december 2007	0	7.406	138.924	146.330
Mutaties boekjaar (geconsolideerde jaarrekening)				0
Saldi 31 december 2008	0	7.406	138.924	146.330

Grafisch weergegeven zien de saldi van de leningen er als volgt uit:



4.6 Toelichting leningen

4.6.1 Ultimo 2006 heeft Econcern voor een bedrag van € 140,3 miljoen aan langlopende leningen aangetrokken, waarvan € 96 miljoen betrekking had op het project Q7.

4.6.2 Voorts heeft op 19 december 2006 Rabobank een lening van € 15 miljoen verstrekt en heeft Solon op 8 augustus 2006 een lening ad € 10 miljoen ter beschikking gesteld.

4.6.3 Ultimo 2007 heeft Econcern voor een bedrag van € 146,3 miljoen aan langlopende leningen aangetrokken. Van dit bedrag had € 49,5 miljoen betrekking op een toename van de project gerelateerde financiering inzake Godewind (€ 17,5 miljoen), REC Afrikahaven (€ 52 miljoen waarvan in 2007 een bedrag van € 27,5 miljoen als langlopende en een bedrag van € 4,3

miljoen als kortlopende lening), Piscadera B.V. (€ 8,5 miljoen)¹, Distridam (€ 2,9 miljoen en € 0,9 miljoen), Econcern Germany (€ 5 miljoen) en Econcern (€ 4,3 miljoen; het betrof geen projectfinanciering maar dit bedrag is wel verwerkt in de hiervoor genoemde toename).

- 4.6.4 Ultimo 2008 heeft Econcern voor een bedrag van € 68,6 als miljoen aan langlopende leningen in haar concept-jaarrekening verwerkt, waarvan € 45,8 miljoen betrekking had op 'project related facilities' (waaronder leningen verstrekt aan Windpark Afrikahaven B.V. en REC Afrikahaven B.V, aan de door Econcern ontwikkelde Spaanse windmolenparken, aan Belwind, aan Piscadera, aan Econcern Germany en aan Godewind). Hierbij wordt opgemerkt dat de gehanteerde consolidatiekring in de concept-jaarrekeningen 2008 van Econcern is aangepast waardoor de in dat concept opgenomen gegevens niet zijn te vergelijken met de in voorgaande paragraaf opgenomen gegevens, die zijn ontleend aan de jaarrekening 2007 van Econcern.

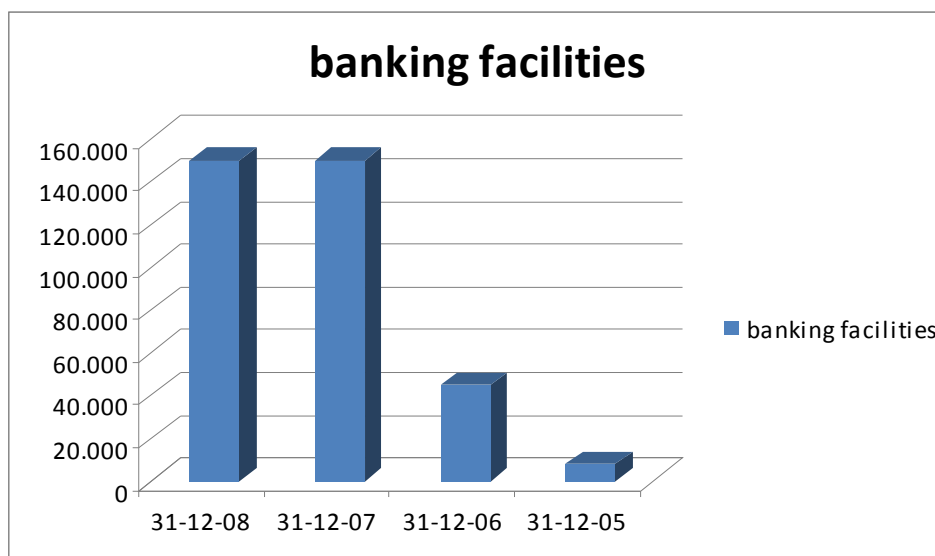
¹ Aan Piscadera B.V. is een lening van € 8,5 miljoen verstrekt.¹ Dit bedrag is op 15 november 2006 van de financierende bank Maduro (gevestigd op Curaçao) door Piscadera B.V. ontvangen. Ten onrechte is dit bedrag pas in 2007 in de jaarrekening van Econcern verwerkt. Dit bedrag had immers in de jaarrekening 2006 enerzijds als work in progress en anderzijds als opgenomen leningen moeten worden verwerkt nu het bedrag ook in 2006 door Piscadera B.V. is ontvangen. Vervolgens is het bedrag van € 8,5 miljoen in november 2007 aan Balast Nedam International Projects B.V. overgemaakt. Daarbij is nog van belang dat het saldo op deze rekening in een akte van verpanding d.d. 14 november 2006 werd verpand aan Piscadera zodat Piscadera haar schuld aan de financierende bank Maduro kon aflossen. Er is in 2007 € 8,5 miljoen aan Ballast voldaan, welk bedrag door Econcern als onderhanden werk in haar jaarrekening 2007 is verantwoord. In oktober 2008 is de lening verstrekt door de bank Maduro volledig afgelost. Tegelijkertijd heeft Econcern het voor € 8,5 miljoen geactiveerde onderhanden werk op dezelfde datum volledig afgeboekt. Curatoren hebben deze gang van zaken nog in onderzoek.

4.7 Aangetrokken rekening courant faciliteiten in de periode 2006 tot en met 2008

4.7.1 Uit het onderstaande schema blijkt het verloop van de door Econcern aangetrokken rekening courant faciliteiten in de periode 2006 tot en met 2008:

Econcern Banking facilities Bedragen x € 1.000		
	<i>BANKING FACILITIES (drawn)</i>	<i>ISSUED FACILITY</i>
Saldi 1 januari 2006 <i>(Bron: jaarrekening 2005)</i>	2.029	8.000
Withdrawals bank overdrafts	<u>37.422</u>	<u>37.000</u>
Saldi 31 december 2006	39.451	45.000
Syndicated bank corporate facility	<u>111.102</u>	<u>105.000</u>
Saldi 31 december 2007	150.553	150.000
Saldi 31 december 2008	150.553	150.000

Grafisch kan een en ander als volgt worden weergegeven:



4.8 Toelichting rekening courant faciliteiten

4.8.1 Econcern heeft in 2006 bancaire rekening courant faciliteiten aangetrokken voor een bedrag van € 37 miljoen. Ultimo 2006 was er sprake van een bancaire rekening courant faciliteit van € 45 miljoen waarvan in 2006 een bedrag ad € 37,4 miljoen daadwerkelijk was getrokken.

4.8.2 Op 27 april 2007 is door ING een leningsfaciliteit ('revolving facility agreement' – hierna: '**ING-Faciliteit**')) aan Econcern ter beschikking gesteld van € 45 miljoen. De lening kon worden aangewend voor "*general corporate purposes*". Op 31 augustus 2007 is er ten aanzien van de ING-Faciliteit een Amendment Letter getekend op grond waarvan Rabobank, BNP Paribas, Commerzbank en HSBC zijn toegetreden tot de ING-Faciliteit en het aan Econcern geleende bedrag werd verhoogd met € 105 miljoen tot een bedrag van maximaal € 150 miljoen.

4.8.3 In 2008 zijn geen mutaties geweest in het kader van de verstrekte bancaire faciliteiten, waarbij volledigheidshalve wordt opgemerkt dat in 2008 wel de door SHV en Mondriaan verstrekte equity financiering is gerealiseerd.

4.8.4 Er is op 25 februari 2008 nog door ING aan Econcern een overbruggingsfaciliteit ad € 30 miljoen ter beschikking gesteld die – naar wordt aangenomen – nadat de bedragen in het kader van de het BP 2008 – 2012 aan Econcern ter beschikking zijn gesteld, weer is afgelost (reden waarom deze faciliteit niet is terug te vinden in de concept-jaarrekening 2008).

5. Communicatie met het Consortium in het kader van ING-Faciliteit

5.1 Nadat op 31 augustus 2007 de ING-Faciliteit door toetreding van het Consortium is uitgebreid tot een bedrag van € 150 miljoen, hebben er ‘bankers meetings’ plaatsgevonden op 18 oktober 2007, 12 december 2007, 21 mei 2008 , 17 september 2008, 12 november 2008, 18 maart 2009 en 6 april 2009. Op de tijdens deze bankers meetings verstrekte informatie wordt hierna in § 6.5 nader ingegaan.

5.2 Opgemerkt wordt nog dat de ING-Faciliteit de mogelijkheid bood dat waivers konden worden verleend op grond waarvan kon worden afgeweken van de bepalingen van de overeenkomst. Deze waivers – afhankelijk van de inhoud van de verzochte waiver – dienden te worden goedgekeurd door de ‘Majority Lenders’ (de financiers die meer dan 66 2/3% van het uitgeleende bedrag hadden gefinancierd) of door alle Lenders.

5.3 In de periode van november 2007 tot en met februari 2008 zijn er door Econcern bij ING als agent diverse waiver requests ingediend. Een aantal van de door Econcern ingediende waivers zien (ook) op het verzoek om bepaalde entiteiten toe te voegen als 'Non-Recourse Member'. Reden hiervoor is dat een Non-Recourse Member geen onderdeel uitmaakt van de definitie 'Group' en derhalve niet wordt meegenomen in de bepaling van de diverse ratio's van de ING-Faciliteit.

5.4 Vastgesteld kan worden dat Econcern in 2008 een groot aantal waiver requests heeft ingediend waarbij verzocht is om ten aanzien van een aantal projecten financiering te mogen verstrekken. Dit is gebeurd terwijl bij het aantrekken van de financiering op basis van het BP 2008 – 2012 als uitgangspunt door Econcern is gehanteerd dat deze projecten op basis van het non recourse principe zouden worden gefinancierd (zoals hierna in hoofdstuk 7 (Analyse Financiële Projecties BP 2008 – 2012), zal worden toegelicht).

6. Compliance Certificates

6.1 Inleiding

6.1.1 In het kader van de in augustus 2007 gearrangeerde ING-Faciliteit van € 150 miljoen (zijnde de uitbreiding van de op 27 april 2007 afgesloten financiering met ING ad € 45 miljoen), heeft het Consortium een drietal ratio's ("financial covenants") geformuleerd waaraan Econcern minimaal diende te voldoen. Deze ratio's hadden betrekking op de minimumposities ten aanzien van het geconsolideerde bedrijfsresultaat en de geconsolideerde netto-leenpositie van Econcern. Ter verificatie van deze ratio's diende

Econcern eens per kwartaal zogenaamde compliance certificates in te dienen bij het Consortium.

6.1.2 Econcern heeft vijf keer een compliance certificate ingediend bij het Consortium:

- Compliance certificate (gedateerd 21 november 2007) naar de toestand per 30 september 2007;
- Compliance certificate (gedateerd 7 maart 2008) naar de toestand per 31 december 2007;
- Compliance certificate (gedateerd 13 mei 2008) naar de toestand per 31 maart 2008;
- Compliance certificate (gedateerd 1 augustus 2008) naar de toestand per 30 juni 2008;
- Compliance certificate (gedateerd 31 oktober 2008) naar de toestand per 30 september 2008.

6.1.3 Op basis van haar financiële performance en positie per 31 december 2008 heeft Econcern op 9 februari 2009 een waiver request bij ING (die als agent van het Consortium is opgetreden) ingediend. Econcern voldeed per die datum niet langer aan de door het Consortium gestelde financiële eisen (financial covenants) en heeft het Consortium verzocht om de sanctie op dit zogenaamde event of default (het niet voldoen aan de gestelde financieringsratio's) niet in te roepen.

6.2 Verslaggeving

6.2.1 Econcern's controlling staf heeft eens per kwartaal omtrent de financiële ontwikkelingen, posities en resultaten aan de RvB van Econcern

gerapporteerd door middel van zogenaamde kwartaal rapportages ('Q-rapportages'), die de basis vormden voor de aan de compliance certificates ten grondslag liggende berekeningen voor de aan het Consortium gerapporteerde financiële ratio's. Econcern heeft in haar interne periodieke financiële verslaggeving dezelfde verslaggevingsprincipes toegepast als in haar jaarrekeningen.

- 6.2.2 In dat kader wordt opgemerkt dat de consolidatiekring ten behoeve van de berekening van de financiële ratio's afweek van de door Econcern ten behoeve van haar jaarverslaggeving gehanteerde consolidatiekring. In het kader van de compliance certificates is contractueel overeengekomen dat de financiële gegevens van de "non-recourse" gefinancierde meederheidsdeelnemingen niet worden meegenomen in de berekening van de financiële ratio's (dat gold dus onder meer voor de financiële gegevens van Windpark Afrikahaven, Windpark Q7, Cabezos en MySolar Servicios).

6.3 Gerapporteerde ratio's – bancaire voorwaarden

- 6.3.1 Hierna worden de bevindingen betreffende de via de compliance certificates gerapporteerde ratio's afgezet tegen de in de ING-Faciliteit gedefinieerde (minimum-)eisen voor de individuele ratio's. Hierbij zijn de cijferreeksen vermeld zoals Econcern deze in de compliance certificates per de genoemde data heeft gerapporteerd, alsmede de intern door Econcern berekende posities per 31 december 2008. De drie ratio's worden afzonderlijk behandeld.

Ratio 1: "Consolidated total net debt" in relatie tot "Consolidated EBITDA"

6.3.2 De eerste van de drie ratio's heeft betrekking op de verhouding tussen de netto-leenpositie van Econcern in relatie tot haar EBITDA (bedrijfsresultaat voor afschrijvingen). De geconsolideerde netto-leenpositie mocht maximaal vijf keer de gerealiseerde EBITDA (gebaseerd op vier achtereenvolgende kwartalen) bedragen. De over de kwartalen 2007-III tot en met 2008-III gerapporteerde ratio's 1 luiden als volgt:

Ratio 1 (reported)	<i>30-9-2007</i>	<i>31-12-2007</i>	<i>31-3-2008</i>	<i>30-6-2008</i>	<i>30-9-2008</i>
Consolidated Total Net Debt	169.200.000	218.000.000	224.000.000	110.200.000	147.000.000
Consolidated EBITDA	100.200.000	85.200.000	98.000.000	88.500.000	157.000.000
<i>Covenant 1</i>	1,7	2,6	2,3	1,2	0,9
<i>Maximum</i>	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
<i>Compliant</i>	✓	✓	✓	✓	✓

6.3.3 Uit deze tabel blijkt dat Econcern op alle genoemde data heeft gerapporteerd dat zij ruimschoots heeft voldaan aan deze door het Consortium gestelde ratio's.

6.3.4 De opmerkingen en conclusies ten aanzien van met name de winstneming via de geconsolideerde winst- en verliesrekening van Econcern op ongerealiseerde waardeinstijgingen hebben een immense impact op de aan het Consortium over de kwartalen 2007-III tot en met 2008-III gerapporteerde financiële ratio's. Met name de in onterecht als "other revenues" verantwoorde boekwinst inzake Econcern's kapitaalbelangen in:

- Sol Holding in het derde kwartaal van 2007 (invloed circa € 78 miljoen);
- Darwind (Wind Holding) in het eerste kwartaal van 2008 (invloed circa € 23 miljoen);
- Sol Holding in het eerste kwartaal van 2008 (invloed circa € 7 miljoen);

- Darwind (Wind Holding) in het derde kwartaal van 2008 (invloed circa € 148 miljoen)

hebben de aan het Consortium gerapporteerde ratio's (zeer) positief beïnvloed.

- 6.3.5 Op grond van het feit dat de financiële ratio's ten behoeve van de compliance certificates op dezelfde verslaggevingsgrondslagen als Econcern's jaarrekeningen dienden te worden opgemaakt, leiden voorgaande opmerkingen tot de conclusie dat deze ratio's te rooskleurig zijn weergegeven.
- 6.3.6 Daarnaast kunnen de in § 6.3.4 genoemde posten worden aangemerkt als "exceptional or ordinary" en derhalve op grond van de definitie voor "Consolidated EBITDA" buiten de berekeningen van de financiële ratio's worden gelaten.
- 6.3.7 Indien het effect van de in de voorgaande alinea's besproken aspecten (onder meer de impact van de niet gerealiseerde waardeinstijgingen ad € 78 miljoen inzake Sol Holding en € 148 miljoen inzake Darwind) zou worden doorgerekend, zou dit leiden tot een neerwaartse aanpassing van de door Econcern gepresenteerde EBITDA. Op alle genoemde data zouden de door het Consortium geformuleerde eisen ten aanzien van de financiële ratio's niet zijn behaald, hetgeen vervolgens een zogenaamd event of default (het niet voldoen aan de gestelde financieringsratio's) zou hebben betekend. Een dergelijk event of default stelde het Consortium vervolgens in staat met onmiddellijke ingang de kredietfaciliteit in te trekken.

6.3.8 De effecten van het bovenstaande zijn doorberekend, waarbij kan worden geconcludeerd dat ten aanzien van alle kwartalen kan worden gesteld dat Econcern bij lange na niet heeft voldaan aan de door het Consortium gestelde minimumeis ten aanzien van ratio 1.

6.3.9 Uit onderstaande tabel blijken de effecten op ratio 1 als gevolg van de herrekenende EBITDA, rekening houdend met de in de voorgaande alinea's beschreven aspecten.

Ratio 1 (adjusted)	<i>30-9-2007</i>	<i>31-12-2007</i>	<i>31-3-2008</i>	<i>30-6-2008</i>	<i>30-9-2008</i>
Consolidated Total Net Debt	169.200.000	218.000.000	224.000.000	110.200.000	147.000.000
Consolidated EBITDA	-8.400.000	-6.100.000	-38.300.000	-74.600.000	-70.500.000
<i>Covenant 1</i>	-20,1	-35,7	-5,8	-1,5	-2,1
<i>Maximum</i>	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
<i>Compliant</i>	x	x	x	x	x

Ratio 2: "Senior Debt Cover" "Consolidated total net debt" in relatie tot "Consolidated EBITDA"

6.3.10 De tweede ratio die als financial covenant was gedefinieerd in de financieringsovereenkomst met het Consortium, de Senior Debt Cover, had evenals ratio 1 betrekking op de verhouding tussen de netto-leenpositie van Econcern (echter dan ontdaan van de aan Econcern verstrekte achtergestelde financieringen) in relatie tot haar EBITDA (bedrijfsresultaat voor afschrijvingen). De geconsolideerde netto-leenpositie (senior debt) mocht maximaal 3½ keer de gerealiseerde EBITDA (gebaseerd op 4 achtereenvolgende kwartalen) bedragen. De over de kwartalen 2007-3 tot en met 2008-3 gerapporteerde ratio's 2 luiden als volgt:

Ratio 2 (reported)	<i>30-9-2007</i>	<i>31-12-2007</i>	<i>31-3-2008</i>	<i>30-6-2008</i>	<i>30-9-2008</i>
Senior Consolidated Total Net Debt	119.200.000	197.900.000	204.400.000	91.600.000	78.400.000
Consolidated EBITDA	100.200.000	85.200.000	98.000.000	88.500.000	157.000.000
<i>Covenant 2</i>	1,2	2,3	2,1	1,0	0,5
<i>Maximum</i>	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
<i>Compliant</i>	✓	✓	✓	✓	✓

6.3.11 Uit deze tabel blijkt dat Econcern op alle genoemde data heeft gerapporteerd dat zij ruimschoots heeft voldaan aan deze door het Consortium gestelde ratio's.

6.3.12 De opmerkingen in de voorgaande alinea's met betrekking tot de EBITDA-berekeningen voor ratio 1, zijn uiteraard eveneens van toepassing op de berekening van ratio 2 (Senior Debt Cover). Er wordt hier dan ook verwezen naar die desbetreffende alinea's.

6.3.13 Ook ten aanzien van ratio 2 wordt geconcludeerd dat op alle rapporteringsdata de door het Consortium geformuleerde eisen ten aanzien van de Senior Debt Cover niet zijn behaald, waardoor ook ten aanzien hiervan in feite sprake was van een zogenaamd event of default (het niet voldoen aan de gestelde financieringsratio's).

6.3.14 In onderstaande tabel is de invloed van het bovenstaande op ratio 2 (Senior Debt Cover) samengevat:

Ratio 2 (adjusted)	<i>30-9-2007</i>	<i>31-12-2007</i>	<i>31-3-2008</i>	<i>30-6-2008</i>	<i>30-9-2008</i>
Senior Consolidated Total Net Debt	119.200.000	197.900.000	204.400.000	91.600.000	78.400.000
Consolidated EBITDA	-8.400.000	-6.100.000	-38.300.000	-74.600.000	-70.500.000
<i>Covenant 2</i>	-14,2	-32,4	-5,3	-1,2	-1,1
<i>Maximum</i>	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
<i>Compliant</i>	x	x	x	x	x

Ratio 3: "Interest Coverage Ratio"

6.3.15 De derde ratio die als financial covenant was gedefinieerd in de ING-Faciliteit met het Consortium had betrekking op de verhouding tussen de interestlasten en het bedrijfsresultaat (EBIT). De geconsolideerde EBIT moest minimaal 3½ keer de geconsolideerde financieringslasten (gebaseerd op 4 achtereenvolgende kwartalen) bedragen. De over de kwartalen 2007–III tot en met 2008–III gerapporteerde ratio's 3 luiden als volgt:

Ratio 3 (reported)	<i>30-9-2007</i>	<i>31-12-2007</i>	<i>31-3-2008</i>	<i>30-6-2008</i>	<i>30-9-2008</i>
Consolidated EBIT	97.200.000	80.900.000	92.500.000	83.000.000	155.700.000
Consolidated Net Finance Charges	7.900.000	7.500.000	9.800.000	10.700.000	7.000.000
<i>Covenant 3</i>	12,3	10,8	9,4	7,8	22,2
<i>Minimum</i>	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
<i>Compliant</i>	✓	✓	✓	✓	✓

6.3.16 Uit deze tabel blijkt dat Econcern op alle genoemde data ruimschoots voldeed aan de door het Consortium gestelde minimum eis ten aanzien van de Interest Coverage Ratio.

6.3.17 De opmerkingen in de voorgaande paragrafen met betrekking tot de EBITDA-berekeningen voor ratio 1 en ratio 2, zijn eveneens van toepassing op de berekening van ratio 3 (Interest Coverage Ratio). Immers, de daar gemaakte

opmerkingen hebben geen van alle betrekking op afschrijvingen en derhalve is de impact op de gerapporteerde EBITDA (component in de berekeningen van ratio's 1 en 2) gelijk aan de impact op de gerapporteerde EBIT (component in de berekening van ratio 3). Gemakshalve wordt hier dan ook naar de desbetreffende teksten verwezen.

6.3.18 Ook ten aanzien van ratio 3 dient te worden geconcludeerd dat op alle rapporteringsdata de door het Consortium geformuleerde eisen ten aanzien van de Senior Debt Cover niet zijn behaald, zodat ook gelet daarop feitelijk sprake is geweest van een event of default (het niet voldoen aan de gestelde financieringsratio's).

6.3.19 Zouden de in de voorgaande paragrafen beschreven correcties inzake de bedrijfsresultaten door Econcern zijn verantwoord in de compliance certificates, dan zouden de kengetallen inzake de Interest Coverage Ratio bij benadering als volgt hebben geluid:

Ratio 3 (adjusted)	<i>30-9-2007</i>	<i>31-12-2007</i>	<i>31-3-2008</i>	<i>30-6-2008</i>	<i>30-9-2008</i>
Consolidated EBIT	-11.500.000	-10.300.000	-43.700.000	-80.100.000	-71.700.000
Consolidated Net Finance Charges	7.900.000	7.500.000	9.800.000	10.700.000	7.000.000
<i>Covenant 3</i>	-1,5	-1,4	-4,5	-7,5	-10,2
<i>Minimum</i>	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
<i>Compliant</i>	x	x	x	x	x

6.4 Conclusies ten aanzien van Compliance Certificates

6.4.1 Puntsgewijs kunnen de volgende aspecten betreffende de door Econcern in 2007 en 2008 aan het Consortium verstrekte compliance certificates

betreffende de kwartalen 2007–III tot en met 2008–III als volgt worden samengevat:

- A. De door Econcern gerapporteerde ratio's zijn ruimschoots binnen de door het Consortium gestelde eisen gebleven.
- B. In hoofdstuk 3 (Verslaggeving) is een aantal aanpassingen ten aanzien van de door Econcern gepresenteerde resultaten en vermogensposities besproken. De mogelijk hieruit voortvloeiende aanpassingen zouden een sterk negatief effect hebben gehad op de diverse door Econcern aan het Consortium gerapporteerde ratio's.
- C. In deze paragraaf zijn slechts de belangrijkste aanpassingen in het bedrijfsresultaat (EBIT en EBITDA; in alle 3 de ratio's een berekeningscomponent) doorgerekend. Het grootste effect betreft de impact van de via de geconsolideerde winst- en verliesrekening van Econcern verantwoorde ongerealiseerde waardeinstijgingen op niet-geconsolideerde deelnemingen (met name voor wat betreft Sol Holding in 2007 € 78 miljoen en Darwind in 2008 € 148 miljoen). Daarnaast is de impact van de eveneens als ongerealiseerde waardeinstijgingen via de winst- en verliesrekening verantwoorde boekwinsten op Econcern's carbon credits doorgerekend, alsmede de afwaardering ad € 19 miljoen van de vordering op Globasol. Indien de andere in hoofdstuk 3 (Verslaggeving) besproken negatieve effecten op het bedrijfsresultaat ook zouden zijn doorgerekend, zou dit een verdere negatieve impact op de herrekenende ratio's per individuele rapporteringsdatum hebben gehad.

- D. Indien het effect van de in de voorgaande punten besproken onderwerpen zou worden doorgerekend, zou dit er toe hebben geleid dat Econcern op alle rapporteringsdata bij lange na niet aan de door het Consortium gestelde financieringsratio's 1, 2 en 3 zou hebben voldaan.

6.5 Wetenschap bij het Consortium

- 6.5.1 De vraag die kan worden gesteld is of het Consortium op grond van de door Econcern in de compliance certificates verstrekte informatie wist, of had kunnen weten, dat de in de compliance certificates verstrekte informatie niet juist was.
- 6.5.2 Tijdens de bankers meeting van 12 november 2008 zijn de resultaten over het derde kwartaal van 2008 besproken. Het Consortium had in dit verband de Q3 rapportage ontvangen; het betreft dezelfde versie die aan de RvC en aan de aandeelhouders van Econcern is verstuurd. Ten aanzien van de verkoop van Darwind is daarop op pagina 9 vermeld dat in de Q3 cijfers een herwaarderingswinst is opgenomen van € 146,4 miljoen. Uit de Q3 rapportage blijkt dat de resultaten van de verkoop van het 10% aandelenbelang in Darwind reeds in het derde kwartaal zijn verwerkt terwijl er op dat moment nog geen finale overeenstemming met de Provincie over die verkoop was bereikt. Tijdens de bankers meeting is aangegeven dat de Provincie Noord Holland had ingestemd met een participatie van 10% voor € 21,5 miljoen, waarbij de instemming kennelijk nog afhankelijk was van diverse voorwaarden.
- 6.5.3 Uit een memo van Van der Leun aan Econcern F&C (Financing and Controlling) d.d. 27 oktober 2008 blijkt dat de basis voor de beslissing om de

transactie als onherroepelijk te bestempelen onder meer is gebaseerd op een notitie van de heer G. Spruijtenburg d.d. 7 oktober 2008. Uit dit memo volgt echter niet dat er sprake was van een onomkeerbare transactie met de Provincie Noord Holland. Zoals hiervoor aangegeven, is de transactie desondanks verwerkt in de Q3 2008 cijfers.

6.5.4 Binnen de RvB van Econcern bestond (ook) verschil van mening of deze transactie kon worden verwerkt in de cijfers over het derde kwartaal van 2008. De verwerking van de transactie is eveneens besproken met de Audit Committee op 15 december 2008 en tijdens de vergadering van de RvC van Econcern d.d. 19 december 2008.

6.5.5 De RvB van Econcern was op 13 oktober 2008 nog van mening dat de transactie met de Provincie Noord-Holland kon worden verwerkt in cijfers per 30 september 2008, die aan het Consortium ter beschikking waren gesteld. Opvallend is dat Berkhout een paar dagen daarvoor heeft bericht dat dit niet mogelijk was omdat er onvoldoende bevestiging was van de Provincie Noord-Holland. Vervolgens wordt in de RvC vergadering van Econcern van 19 december 2008 geconstateerd dat het 'unacceptable' is dat deze transactie is verwerkt in de cijfers per 30 september 2008. Binnen twee maanden is dus het idee over de vraag of de transactie met de Provincie Noord-Holland in de cijfers per 30 september 2008 konden worden verwerkt veranderd zonder dat er sprake is geweest van gewijzigde feiten of omstandigheden.

6.5.6 De Provincie Noord-Holland heeft uiteindelijk geheel afgezien van de participatie in Darwind. Als gevolg van het faillissement van Econcern kon Darwind haar doorlopende kosten niet langer financieren met als gevolg dat,

toen er geen kopers bleken te zijn voor de aandelen, een faillissement onvermijdelijk was.

7. Ontwikkelingen mei 2008 – voorjaar 2009

7.1 Inleiding

7.1.1 In mei 2008 hebben SHV, Rabobank en Delta Lloyd € 190 miljoen in de vorm van aandelenkapitaal en agio aan Econcern verstrekt. Tevens is door SHV in mei 2008 een achtergestelde lening van € 100 miljoen aan Econcern ter beschikking gesteld, waarvan door Econcern een bedrag van € 50 miljoen is getrokken. Al snel is echter gebleken dat dit bedrag niet voldoende was voor het afdekken van de financieringsbehoefte van Econcern, zoals hierna in Hoofdstuk 7 (Analyse Financiële Projecties BP 2008 – 2012) uiteen zal worden gezet.

7.1.2 Eind juni 2008 ging de RvB er nog van uit dat de in het kader van het BP 2008 – 2012 opgehaalde bedragen voldoende waren voor de financiering van de bedrijfsactiviteiten van Econcern, terwijl – zo blijkt uit de notulen van de vergadering van de RvB van Econcern d.d. 16 juni 2008 – al wel is gesproken over een mogelijke herfinanciering van Econcern. De RvB had toen al besloten tot een bridge facility van ING van € 30 miljoen.

7.1.3 In de periode vanaf september 2008 zijn tussen Econcern enerzijds en het Consortium en SHV, Rabobank en Delta Lloyd anderzijds gesprekken gevoerd over de uitbreiding van de door het Consortium verstrekte faciliteit. Er is tevens gesproken over de mogelijkheden om nog op grond van de met SHV,

Rabobank en Delta Lloyd gesloten overeenkomst trekkingsverzoeken in te dienen.

7.1.4 Ongeveer vier maanden nadat SHV, Rabobank en Delta Lloyd als investeerder tot Econcern zijn toegetreden², heeft Econcern in september 2008 overleg gevoerd met het Consortium over een uitbreiding van de bestaande faciliteit ad € 150 miljoen die door het Consortium in augustus 2007 ter beschikking was gesteld. Deze gesprekken hebben uiteindelijk niet tot een aanpassing geleid.

7.1.5 Parallel aan de gesprekken met ING over de aanpassing van de door het Consortium ter beschikking gestelde lening, heeft Econcern op 11 december 2008 bij SHV een door Van Wijk en Epskamp ondertekend trekkingsverzoek ingediend voor een bedrag van € 50 miljoen. Er heeft intern discussie plaatsgevonden over de vraag of Econcern ten tijde van het indienen van het trekkingsverzoek in default was.

7.1.6 Nadat Econcern de drawdown notice op 11 december 2008 bij SHV heeft ingediend, heeft op 15 december 2008 een vergadering van de Audit Committee plaatsgevonden. Uit de agenda en de notulen van deze vergadering blijkt dat weliswaar is gesproken over de Q3 (2008) resultaten, maar het blijkt niet dat de interne discussie over de vraag of Econcern al dan niet in default was, is besproken met de Audit Committee. Integendeel, uit de Treasury Cash Flow Forecast die ten behoeve van de Audit Committee Meeting d.d. 15 december 2008 is opgesteld volgde dat werd uitgegaan van het feit dat eind december 2008 nog een bedrag van € 71,25 miljoen beschikbaar was. Er is niet vermeld dat Econcern op 11 december 2008 al een

² Zoals hiervoor is aangegeven, had SHV vanaf 2006 al een achtergestelde lening aan Econcern verstrekt. In 2008 breidde SHV haar betrokkenheid bij Econcern uit.

trekkingsverzoek ad € 50 miljoen bij SHV had ingediend.

- 7.1.7 Tijdens de RvC vergadering van 19 december 2008 is ingegaan op de situatie omtrent de covenants. In de notulen is vermeld dat het onzeker was of ultimo 2008 aan de financial covenants kon worden voldaan. Econcern heeft vervolgens op 23 december 2008 aan SHV bericht dat zij haar trekkingsverzoek opschortte tot 2 februari 2009. Op 26 januari 2009 heeft wederom een vergadering van de Audit Committee plaatsgevonden. Uit de notulen van deze vergadering blijkt dat door Epskamp is gesproken over “*a potential covenant breach*”. Uit de notitie van Epskamp d.d. 25 januari 2009 volgt dat Epskamp toen heeft geconstateerd dat Econcern in default was.
- 7.1.8 Op 6 februari 2009 heeft Van Holst aan ING bericht dat ‘*a default under the facility agreement has occurred.*’ Op diezelfde dag werd SHV hierover geïnformeerd. Op 9 februari 2009 heeft Econcern in een ‘Waiver Request Letter’ een waiver gevraagd voor bepaalde Events of Default ten aanzien van de ING-Faciliteit alsmede een verzoek gedaan tot verlenging van de desbetreffende faciliteit.
- 7.1.9 Ondanks het feit dat Econcern op 6 februari 2009 aan ING en SHV had bericht dat er sprake was van een event of default, heeft Econcern in 2009 nog een bedrag van € 17 miljoen in Belwind (cumulatief tot datum faillissement € 33 miljoen) geïnvesteerd. Bovendien is er nog een bedrag van € 10 miljoen aan Econcern Power Assets Projects verstrekt. In het totaal is er in 2009 dus nog een bedrag van € 27 miljoen aan WIP geïnvesteerd.

7.2 Surseance en faillissement

7.2.1 In de tweede helft van mei 2009 werd duidelijk dat het Consortium niet bereid was de standstill te verlengen en dat SHV en Mondriaan niet bereid waren nog verder in Econcern te investeren. Daardoor werd het aanvragen van surseance van betaling onvermijdelijk. Op 29 mei 2009 werd aan Econcern surseance verleend, op 11 juni 2009 gevolgd door het faillissement.

Hoofdstuk 6 Projectfinanciering en Aansprakelijkheid

1. Inleiding

- 1.1 In de jaarrekeningen van Econcern zijn voor wat betreft de projectfinancieringen uiteraard slechts die projectfinancieringen verantwoord die toezien op de in de geconsolideerde jaarrekeningen van Econcern meegeconsolideerde deelnemingen en projecten. Zoals elders is beschreven zijn diverse projecten in de vorm van joint ventures geëxploiteerd en diverse grotere kapitaalbelangen in joint ventures zijn door Econcern niet meegeconsolideerd in haar jaarrekeningen.
- 1.2 In het navolgende worden eerst in § 2 van dit hoofdstuk de in de geconsolideerde (concept-)jaarrekeningen 2006 tot en met 2008 verantwoorde projectfinancieringen (derhalve dus voor de meegeconsolideerde deelnemingen) beschreven. De grootste financiering hierbij had betrekking op de Q7-financiering. De deelneming in Q7 werd partieel geconsolideerd, hetgeen betekent dat de projectfinanciering Q7 voor 50% werd verantwoord in de jaarrekeningen 2006 en 2007. Zoals vermeld is in hoofdstuk 3 (Verslaggeving) werd het kapitaalbelang in Q7 niet meer meegeconsolideerd in de concept-jaarrekening 2008.
- 1.3 De financiering van de projecten die werden geëxploiteerd binnen de niet-meegeconsolideerde joint ventures kan niet worden afgeleid uit de geconsolideerde jaarrekeningen van Econcern over de jaren 2006 tot en met 2008. De desbetreffende financieringen zijn ontleend aan de individuele verslagleggingen (inclusief jaarrekeningen) van de diverse joint ventures.

Deze worden hierna in § 3 in dit hoofdstuk op hoofdlijnen toegelicht. Voor meer gedetailleerde informatie over de aangetrokken financiering op het niveau van de betreffende joint ventures wordt verwezen naar het desbetreffende hoofdstuk van het rapport waarin het desbetreffende project wordt beschreven.

2. Project financieringen externe partijen

2.1 Inleiding

2.1.1 De projectfinancieringen zoals die zijn verantwoord in de geconsolideerde jaarrekeningen van Econcern zijn opgenomen in de post “Loans”¹ en kunnen over de jaren 2006 tot en met 2008 als volgt worden samengevat:

¹ In de jaarrekening 2007 van Econcern betrof dit de post ‘Loans’ (p. 78 jaarrekening 2007 Econcern).

Econcern									
Verkregen projectfinancieringen op geconsolideerd niveau									
Bedragen x € 1.000									
	2008	2008	2008	2007	2007	2007	2006	2006	2006
	langlopend	kortlopend	totaal	langlopend	kortlopend	totaal	langlopend	kortlopend	totaal
Q7 (partieel geconsolideerd; 50%)			0	96.100		96.100	95.900		95.900
Distridam (partieel geconsolideerd; 50%)			0	2.900	900	3.800			0
REC Afrikahaven	23.600	4.300	27.900	27.300	4.300	31.600			0
Godewind		22.200	22.200	12.500	5.000	17.500			0
Pescadera			0		8.500	8.500	8.500		8.500
My Solar Servicios	12.500		12.500			0			0
Los Cabezos	9.700		9.700			0			0
Belwind		1.400	1.400			0			0
Overige projectfinancieringen		4.800	4.800		3.100	3.100	3.732	2.375	6.107
	45.800	32.700	78.500	138.800	21.800	160.600	108.132	2.375	110.507
Ecostream Germany (aflossingsverplichting < 1 jr)			0		5.000	5.000			0
Econcern (aflossingsverplichting < 1 jr)		2.800	2.800		4.300	4.300			0
	45.800	35.500	81.300	138.800	31.100	169.900	108.132	2.375	110.507

Zoals uit deze tabel blijkt, heeft het grootste deel van de projectfinancieringen in de geconsolideerde balans van Econcern betrekking op Q7.

2.1.2 Voor wat betreft 2009 geldt ten aanzien van de in bovenstaande tabel genoemde projectfinancieringen het volgende (ontleend aan een overzicht dat Econcern op 21 april 2009 aan ING ter beschikking heeft gesteld):

- Ten aanzien van REC Afrikahaven stond per 31 maart 2009 een bedrag van € 25,9 miljoen open. Er is dus een bedrag van € 2 miljoen op het uitstaande bedrag afgelost;
- Gode Wind kende per 31 maart 2009 een bedrag van € 17,5 miljoen aan bancaire verplichtingen. In het eerste kwartaal van 2009 is er derhalve dus een bedrag van € 4,7 miljoen op het uitstaande bedrag afgelost;
- Per 31 maart 2009 is een bedrag van € 13,9 miljoen aan My Solar Servicios en € 10,9 miljoen aan Los Cabezos verstrekt. Ten opzichte van ultimo 2008 is er derhalve € 1,3 miljoen door My Solar opgenomen. Ten

opzichte van ultimo 2008 is er derhalve € 1,2 miljoen door Los Cabezos opgenomen.

- In het eerste kwartaal van 2009 is een bedrag van € 7,3 miljoen aan Windpark Logistiekweg door ASN ter beschikking gesteld.

2.1.3 Ten aanzien van Belwind wordt opgemerkt dat Belwind tot het moment van faillissement geen externe financiers heeft gekend. Alle projectuitgaven en investeringen zijn door Econcern gefinancierd. Door Econcern is in 2007 € 3,4 miljoen verstrekt. In 2008 ging het om een bedrag van € 12,8 miljoen (ultimo 2008 derhalve € 16,2 miljoen) en in 2009 om een bedrag van € 17 miljoen. In het totaal heeft Econcern derhalve tot faillissementsdatum aan Belwind een bedrag van € 33 miljoen verstrekt ter financiering van de investeringen en aanloopkosten over de periode tot aan Financial Close. In de jaarrekening 2008 is onder de kortlopende project financieringen een bedrag van € 1,4 miljoen opgenomen als zijnde verstrekt aan Belwind. De leningsdocumentatie is niet beschikbaar. Er is pas na het faillissement van Econcern Financial Close bereikt.

2.1.4 Voor Ecopower Bonaire B.V. geldt dat per 31 maart 2009 een bedrag van € 17 miljoen aan Ecopower Bonaire B.V. is verstrekt. Het betreft een door Rabobank ter beschikking gestelde faciliteit ad \$ 49,6 miljoen waarvan dus kennelijk € 17 miljoen is getrokken. Econcern was gehouden om een bedrag van \$ 11.820.000,- aan Ecopower Bonaire ter beschikking te stellen. Vooruitlopend op deze financiering heeft Econcern derhalve in 2008 ruim € 22 miljoen² aan Ecopower Bonaire voorgefinancierd ten behoeve van projectkosten en investeringen van deze vennootschap.

² Hetgeen blijkt uit de consolidatiestaat 2008, die aansluit bij de concept-jaarrekening 2008 van Econcern.

3. Financieringen non consolidated Participations

3.1 Inleiding

3.1.1 Hierna wordt ingegaan op de door Econcern verstrekte financieringen aan de ondernemingen, waarin Econcern een belang hield en die tot en met 2007 niet werden meegeconsolideerd. Bij het opmaken van de concept-jaarrekening 2008 van Econcern werden een aantal vennootschappen vanaf boekjaar 2008 wel meegeconsolideerd.

3.2 BMCH

3.2.1 Ultimo 2006 bedroeg het door Econcern aan BMCH verstrekte bedrag aan achtergestelde leningen € 4,25 miljoen; voor deze lening werden geen zekerheden ten gunste van Econcern verstrekt. In 2007 is door Econcern aanvullend verstrekt een bedrag van € 4,75 miljoen, zodat ultimo 2007 een bedrag van € 9 miljoen door Econcern als achtergestelde lening aan BMCH ter beschikking is gesteld.

3.2.2 In 2008 is door Econcern aanvullend een bedrag van € 18,75 miljoen verstrekt zodat ultimo 2008 Econcern een bedrag van € 27,75 miljoen in de vorm van achtergestelde leningen aan BMCH had verstrekt. Voor deze lening zijn geen zekerheden ten gunste van Econcern verstrekt. Voorts heeft Econcern ultimo 2008 een bedrag van € 7,5 miljoen in de vorm van een garantie verstrekt ten gunste van BMCH; deze garantie is niet getrokken. In februari 2009 heeft Econcern een bedrag van € 3,75 miljoen verstrekt als achtergestelde lening.

- 3.2.3 Voorts heeft Econcern voor € 17,5 miljoen aandelenkapitaal en agio aan BMCH verschaft; daartegenover stond een opbrengst in verband met de verkoop van 252.500 aandelen B aan Teijin van € 15 miljoen, waardoor de maximale exposure van Econcern ten aanzien van BMCH € 34 miljoen was.

3.3 Darwind/Wind Holding

- 3.3.1 De eerste betrokkenheid van Econcern bij Darwind dateert van 2007. Uit de jaarrekening 2008 van Darwind Holding B.V. blijkt dat in 2007 en 2008 geen sprake was van externe financiering. In 2007 is door Econcern aan Darwind een achtergestelde faciliteit verstrekt van € 1,5 miljoen. Voor deze lening is geen zekerheid ten gunste van Econcern verstrekt. In 2007 heeft geen noemenswaardige storting op aandelen plaatsgevonden.
- 3.3.2 Er was in 2008 geen sprake van externe financiering. Wel heeft Econventures een aanvullend bedrag van € 7 miljoen als langlopende faciliteit ter beschikking gesteld (waarvan € 6,7 miljoen getrokken is). Ultimo 2008 had Econcern een bedrag van € 7,3 miljoen aan rekening-courant financieringen verstrekt.
- 3.3.3 Op 18 augustus 2008 is er door Converteam (Drivers & Controls Services Ltd) een bedrag ad € 5 miljoen gestort op nieuw uitgegeven aandelen Darwind Holding B.V, onder de voorwaarde dat voor 30 september 2008 een Supply Framework Agreement met Converteam zou zijn gesloten.

3.4 Scira

3.4.1 Econcern heeft ultimo 2005 afgerond £ 272.000,- aan Scira verstrekt. Ultimo 2006 betrof het een bedrag van £ 926.000,- en ultimo 2007 een bedrag van £ 3.927.000,-, hetgeen overeenkomt met het in de jaarrekening 2007 van Econcern verantwoorde bedrag ad € 5,293 miljoen.

3.4.2 In 2008 is deze lening aan Econcern terugbetaald door middel van verrekening in het kader van de verkoop van het door Econcern in Scira gehouden belang.

3.5 Sol Holding

3.5.1 Ecoventures heeft op grond van raamovereenkomst van geldlening van 30 november 2007 ultimo 2007 een bedrag van € 6.227.000,- aan Sol Holding verstrekt. Ecoventures heeft geen zekerheden bedongen.

3.5.2 Ecoventures heeft in 2008 opnieuw gelden overgemaakt aan Sol Holding ter financiering van Silpro, voor in het totaal € 21,5 miljoen. Aan deze verstrekking lag geen overeenkomst ten grondslag.

3.6 Duracar

3.6.1 In 2007 is door Econcern een niet gesecureerde lening van € 500.000,- aan Duracar ter beschikking gesteld. Op 21 mei 2008 heeft Econcern een aanvullende achtergestelde faciliteit van € 1,8 miljoen ter beschikking gesteld. Uit het door Econcern aan ING verstrekte overzicht blijkt dat in 2008 een bedrag van € 3,1 miljoen aan Duracar is verstrekt. Er is geen

documentatie ten aanzien van het resterende bedrag van € 800.000,- aangetroffen.

3.7 PetroEstry

3.7.1 Econcern heeft in 2008 een bedrag van € 1,5 miljoen aan PetroEstry verstrekt. In 2009 is nog aanvullend een bedrag van € 1 miljoen verstrekt.

3.8 Evelop Square One

3.8.1 In 2008 is er een bedrag van € 1,8 miljoen aan Evelop Square One verstrekt. Eventuele leningdocumentatie is niet aangetroffen.

4. Aansprakelijkheid Econcern voor financieringen van individuele projectvennootschappen en niet-geconsolideerde joint ventures ³

4.1 Inleiding

4.1.1 Econcern heeft zich voor diverse projectvennootschappen en niet-geconsolideerde joint ventures garant gesteld voor de verplichtingen die voortvloeien uit rechtshandelingen (waaronder de aangegane financieringsovereenkomsten). De daarmee verband houdende latente verplichtingen waren overigens niet verantwoord in de jaarrekening 2007 van Econcern. De concept-jaarrekening 2008 van Econcern vermeldt op pagina 37 dat Econcern voor € 64,5 miljoen '*corporate guarantees*' uit had staan ten

³ Voor Silpro en Sol Holding waren – naast de aandeelhoudersfinanciering – geen externe bancaire financieringen aangetrokken (zodat er geen sprake is van garantiestelling/aansprakelijkheid van Econcern richting deze projectvennootschappen).

behoefte van '*credit facilities to Econcern participations and relating to the construction to an off shore windpark*'.

- 4.1.2 De notulen van de vergadering van de RvC d.d. 24 januari 2008 vermelden ten aanzien van dit non-recourse principe en de gevolgen daarvan voor het budget van Evelop het volgende:

"The budget for Evelop is too a large extent determined by work in progress. The budget differs from the business plan due to the fact that amongst others more projects will reach financial close in 2008 than anticipated in the business plan. All projects will be non-recourse financed, so they will not have an impact on the Company's cash position."

Zoals hierna zal blijken informeerde de RvB van Econcern de RvC van Econcern op dit punt onjuist, omdat wel degelijk sprake was van projecten die een financiering hadden aangetrokken waarvoor Econcern op een of andere wijze garant stond.

- 4.1.3 In het kader van het aantrekken van de financiering op grond van het BP 2008 – 2012 is eveneens ten aanzien van de door de projectvennootschappen aan te trekken financiering uitgegaan van het non-recourse principe. De aan te trekken bancaire projectfinancieringen zijn geprognoseerd op een bedrag van in totaal € 5,1 miljard ultimo 2012. In het BP 2008 – 2012 is er hierbij van uitgegaan dat ten behoeve van de projectgebonden investeringen Econcern zelfstandig non-recourse financiering zou gaan aantrekken: financiering die door projectvennootschappen zelf werd aangetrokken zonder dat er sprake was van hoofdelijke aansprakelijkheid van andere Econcern vennootschappen,

zoals omschreven in § 8.2 van het BP 2008 – 2012.⁴ Dat bleek echter veelal niet het geval te zijn.

4.1.4 De belangrijkste financieringen aan projectvennootschappen en niet-geconsolideerde joint ventures waarvoor Econcern zich garant heeft gesteld zijn:

- A. Q7. In het kader van de door een bankenconsortium aan de Project C.V.'s verstrekte financiering van totaal € 218 miljoen heeft Econcern een garantie afgegeven aan het Consortium dat zij ervoor zorg zou dragen dat alle commanditaire vennoten waarin zij en ElH direct of indirect deel hebben genomen, alle in de toekomst verschuldigd zijnde belastingen zouden betalen. Deze verplichting is door Econcern berekend en in de geconsolideerde jaarrekening 2007 van Econcern verantwoord als 'deferred tax liability' ad € 22,8 miljoen. Het totale bedrag waarvoor Econcern zich aansprakelijk had gesteld bedroeg echter circa € 45 miljoen. Econcern heeft, als gevolg van de door haar toegepaste partiële consolidatiemethodiek ten aanzien van Q7, ten onrechte slechts 50% van de totale latente belastingverplichtingen van Q7 verantwoord;
- B. Kabo 1, Kabo 2, Evelop en Evelop Netherlands B.V. Ten aanzien van de door ABN aan Kabo1, Kabo2, Evelop en Evelop Netherlands B.V. verstrekte financiering geldt dat Evelop Netherlands B.V. zich hoofdelijk heeft meeverbonden voor de nakoming van de verplichtingen door de Kabo-vennootschappen uit hoofde van deze overeenkomst. Voorts had Econcern B.V. zich in 2003 met ingang van 1 januari 2002 op grond van een 403-verklaring hoofdelijk aansprakelijk gesteld voor de verplichtingen van Evelop (Netherlands) B.V.;

⁴ Daar wordt vermeld: "With regard to long-term liabilities, this figures reflects out project finance debt position. The projects involved will, however, be financed on a non-recourse basis."

- C. Windpark Afrikahaven en REC Afrikahaven. Rabobank heeft een financiering van € 27,2 miljoen aan Windpark Afrikahaven en REC Afrikahaven ter beschikking gesteld. Econcern heeft op 27 december 2007 een 403-verklaring ten aanzien van Windpark Afrikahaven afgegeven, die op 28 december 2007 is gedeponneerd. Aangezien Windpark Afrikahaven partij is bij de met Rabobank gesloten financieringsovereenkomst ad € 27,2 miljoen, is Econcern dus mede aansprakelijk voor de nakoming van de verplichtingen uit hoofde van deze overeenkomst;
- D. Windpark Distridam. Er is een projectfinanciering van € 2,9 miljoen verstrekt aan Windpark Distridam VOF. Daarnaast is er een kortlopende lening verstrekt van € 0,9 miljoen. De vennoten hiervan waren Delta Energy B.V. en Distri Wind B.V. (een 100% deelneming van Econcern); uit dien hoofde was Distri Wind B.V. aansprakelijk voor de schulden van Windpark Distridam VOF. Econcern heeft voor Distri Wind B.V. een 403 verklaring afgegeven voor de verplichtingen met ingang van 1 januari 2007;
- E. Piscadera B.V. Op 10 november 2006 heeft de Curaçaose bank Maduro een lening van € 8,5 miljoen aan Piscadera B.V. verstrekt. Econcern was uiteindelijk de (indirect) aandeelhouder van Piscadera. Econcern heeft op 27 december 2007 een 403-verklaring afgegeven waarin zij heeft verklaard dat zij hoofdelijke aansprakelijkheid heeft aanvaard voor de verplichtingen van Piscadera uit hoofde van rechtshandelingen vanaf 1 januari 2004;
- F. Koegorspolder CV. Econcern heeft bij financial close een achtergestelde lening van € 5,6 miljoen aan Koegorspolder CV verstrekt en zij heeft zich jegens NIBC verbonden om eerst aflossingen op deze lening te ontvangen nadat de projectfinanciering geheel zou zijn afgelost. Verder heeft Econcern op 25 januari 2008 een 403-verklaring afgegeven voor de verplichtingen van WinWind uit hoofde van rechtshandelingen vanaf 1 januari 2006. WinWind heeft in het kader van de verkoop van 68,1% van de belangen van Evelop

Capital in Koegorspolder CV de verplichting op zich genomen om de jaarlijks verschuldigde opstalretributies (circa € 265.000 per jaar) betreffende het windpark Koegorspolder tot in de lengte der jaren te blijven betalen. Econcern heeft zich hiervoor garant gesteld;

- G. BMCH. Op 17 oktober 2007 heeft ABN AMRO aan BMCH een faciliteit verstrekt van in het totaal € 27,5 miljoen. In het kader van deze financiering heeft Econcern zich op 17 januari 2008 door middel van een schriftelijke verklaring verbonden tot – kort gezegd – het tekort in cash flow aan te vullen, waarbij deze verplichting is gemaximeerd tot een bedrag van € 26,750,000,=; Daarnaast had Econcern aan ABN AMRO in het kader van de financiering van ABN AMRO aan BMCH op 17 januari 2008 ook een garantie verstrekt van € 7,5 miljoen; dit bedrag maakte deel uit van het eerder genoemde bedrag van € 26,750 miljoen;
- H. Scira. Ecoventures heeft op 12 september 2006 verklaard dat zij gedurende 2006 op verzoek van Scira naar rato van haar aandelenbelang in Scira aan haar financiële middelen ter beschikking zou stellen ten behoeve van '*the development and capital expenditure requirements of Scira en to enable Scira to settle its liabilities as they fall due*'. Op 29 mei 2007 heeft Econcern een gelijklopende verklaring afgelegd;
- I. Betronic. Op 12 december 2007 heeft Econcern zich echter ten aanzien van Betronic op grond van een afzonderlijke garantie jegens ING garant gesteld voor al hetgeen Betronic aan ING verschuldigd was.

Hoofdstuk 7 Analyse Financiële Projecties BP 2008 – 2012

1. Inleiding

- 1.1 In dit hoofdstuk wordt de totstandkoming van de financiële projecties zoals opgenomen het BP 2008 – 2012 besproken. Tevens worden de feitelijke ontwikkelingen in de financiering van Econcern en haar kasstroom gedurende de jaren 2007 tot het faillissement in relatie tot de projecties als opgenomen in het BP 2008 – 2012 geanalyseerd.
- 1.2 In het voorjaar van 2007 is KPMG ingeschakeld om Econcern's strategie en missie voor de jaren 2008 tot en met 2012 uit te werken in financiële projecties voor wat betreft resultaat-, vermogens- en cashflow-ontwikkelingen. Uit deze projecties volgden ook de uiteindelijke financieringsbehoeften van Econcern over die desbetreffende jaren en het jaar 2007. Deze gedetailleerde financiële projecties zijn door KPMG in een zeer uitgebreid excel spreadsheet verwerkt. Dit spreadsheet zal hierna worden aangeduid als 'de Sustain Calculaties'.
- 1.3 In november 2007 is door Econcern aan UBS Investment Bank een zogenaamde 'teaser' gezonden. In december 2007 is een Informatie Memorandum ter beschikking gesteld. Bovendien is door UBS Investment Bank een Project Sustain – Draft indicative Valuation d.d. 16 november 2007 opgesteld ten behoeve van de RvB en de RvC van Econcern in het kader van het proces om een minderheidsaandeelhouder aan te trekken om de groeiambities van Econcern, zoals verwoord in het BP 2008 – 2012, te realiseren. Op pagina 8 van dit stuk is een ondernemingswaarde van Econcern genoemd van € 2,1 miljard tot € 3 miljard.

- 1.4 De Sustain calculaties zijn opgesteld door KPMG in opdracht van Econcern. PwC heeft op 14 december 2007 een 'Model Review Project Sustain' uitgebracht waarin 'the technical integrity' en 'the economic integrity' van het desbetreffende excel bestand is getoetst. PwC heeft op pagina 3 vermeld:
- "The work we have performed with a scope as described in the introduction – has not lead to findings regarding the economic integrity that have a high impact on the outcome of the model."*
- 1.5 Ernst & Young Transaction Advisory Services B.V. (hierna: "E&Y") heeft op 7 februari 2008 in opdracht van Econcern een vendor due diligence rapport (hierna: "VDD") uitgebracht waarin zij haar bevindingen ten aanzien van de door Econcern in het BP 2008 – 2012 opgenomen financiële forecasts heeft verwoord.
- 1.6 Op 28 februari 2008 is door Econcern aan diverse partijen een 'Trading Update nov-dec 2007' gezonden. In deze Trading Update zijn de door Econcern over 2007 gerealiseerde financiële resultaten vermeld. De Trading Update bevatte geen bijgestelde prognoses voor de jaren 2008 en verder; er was dus geen sprake van een 'update' van het BP 2008 – 2012 maar enkel sprake van het verstrekken van de gerealiseerde financiële data over 2007. Econcern heeft geen reden gezien om op basis van de gerealiseerde financiële data over 2007 kenbaar te maken dat de prognoses over de jaren 2008 en verder en de daaraan ten grondslag liggende uitgangspunten en veronderstellingen in neerwaartse zin zouden moeten worden aangepast. Slechts het resultaat voor 2007 werd in de samenvatting in het BP 2008 – 2012 neerwaarts bijgesteld naar € 55 miljoen. De over 2007 daadwerkelijk

gerealiseerde winst week echter nog fors in negatieve zin af van deze bijgestelde winst.¹

- 1.7 Uit § 8.2 van het BP 2008 – 2012 blijkt voor Econcern een geprognosticeerde totale financieringsbehoefte van circa € 450 miljoen ultimo 2008 oplopend tot circa € 6,4 miljard ultimo 2012. Deze totale financieringsbehoefte kan als volgt worden gespecificeerd:

Econcern					
Sustain; projecties externe financieringen					
Bedragen x € 1.000					
	<i>ultimo 2008</i>	<i>ultimo 2009</i>	<i>ultimo 2010</i>	<i>ultimo 2011</i>	<i>ultimo 2012</i>
Werkkapitaalfinanciering	223	378	550	496	285
Projectfinancieringen	222	820	1.920	3.475	5.096
Equity financiering (minority interests)	5	120	370	580	982
	<u>450</u>	<u>1.318</u>	<u>2.840</u>	<u>4.551</u>	<u>6.363</u>

- Voor wat betreft de werkkapitaalfinanciering van Econcern bedroeg de maximaal geprojecteerde financieringsbehoefte € 550 miljoen. Deze behoefte zou ultimo 2010 gaan ontstaan. Dit bedrag ad € 550 miljoen bestaat:
 - (i) enerzijds uit de reeds op het moment van het uitbrengen van het BP 2008 – 2012 bestaande kredietfaciliteit bij het Consortium en;
 - (ii) anderzijds uit nieuw aan te trekken werkkapitaalfinanciering.

¹ In § 1.9 van dit hoofdstuk wordt uiteengezet dat er herrekeningen zijn doorgevoerd op de in de jaarrekeningen van Econcern verantwoorde resultaten, teneinde vergelijkbaarheid met de in het BP 2008 – 2012 opgenomen gegevens te bewerkstelligen. Een belangrijke herrekening heeft betrekking op het elimineren van de non-cash items die door Econcern als opbrengsten zijn verantwoord.

Overigens wordt hier vermeld dat, waar in dit hoofdstuk wordt gesproken over werkkapitaalfinanciering, wordt bedoeld op alle bancaire door Econcern aan te trekken financiering, niet zijnde de non-recourse project gerelateerde financieringen en niet zijnde de equity financieringen. De overige aan te trekken financiering (hierna dus aan te duiden als 'werkkapitaal financiering') hoeft niet enkel te dienen als financiering van de werkkapitaalbehoefte van Econcern, maar kan tevens dienen ter financiering van investeringen en overige kapitaalbehoefte als gevolg van Econcern's bedrijfsvoering. Voor de leesbaarheid van deze rapportage wordt echter de term 'werkkapitaal financiering' gehanteerd.

- De aan te trekken bancaire projectfinancieringen lopen in de Sustain Calculaties op tot een bedrag van in totaal € 5,1 miljard ultimo 2012. In het BP 2008 – 2012 werd er hierbij van uitgegaan dat ten behoeve van de projectgebonden investeringen Econcern zelfstandig non-recourse financiering zou gaan aantrekken: financiering die door projectvennootschappen zelf werd aangetrokken zonder dat er sprake was van hoofdelijke aansprakelijkheid van andere Econcern-vennootschappen, zoals omschreven in § 8.2 van het BP 2008 – 2012.²
- Daarnaast heeft Econcern in het BP 2008 – 2012 ten behoeve van haar projecten en bedrijfsvoering circa € 1 miljard (ultimo 2012) aan garantievermogen door minderheidsaandeelhouders via participaties

² Daar wordt vermeld: "*With regard to long-term liabilities, this figure reflects out project finance debt position. The projects involved will, however, be financed on a non-recourse basis.*" Zoals uit hoofdstuk 6 (Projectfinanciering en Aansprakelijkheid) blijkt, was er in een aantal gevallen echter wel sprake van aansprakelijkheid van Econcern voor financieringen van individuele projectvennootschappen en niet-geconsolideerde joint ventures.

en equityfinanciering in projectvennootschappen (special purpose entities) geprojecteerd. Het bedrag ad € 1 miljard zou worden verkregen door enerzijds aan te trekken risicokapitaal ad circa € 820 miljoen bij derde partijen en anderzijds door middel van het niet uitkeren van het toekomstig winstaandeel van deze derde partijen ad circa € 170 miljoen.

- 1.8 De presentatie in het BP 2008 – 2012 en de calculaties van de geconsolideerde winst- en verliesrekeningen, balansen en kasstroomoverzichten, die ten grondslag hebben gelegen aan de calculaties van het BP 2008 – 2012, wijken af van de door Econcern in haar jaarrekeningen gehanteerde consolidatietechniek en presentatiewijze. Teneinde een analyse tussen de financiële gegevens en data als opgenomen in het BP 2008 – 2012 met de in de jaarrekeningen verantwoorde resultaten, kasstromen en vermogensitems mogelijk te maken, zijn zowel het BP 2008 – 2012 als de jaarrekeningen voor vergelijkingsdoeleinden omgerekend.
- 1.9 De ten behoeve van de vergelijkbaarheid doorgevoerde herrekeningen hebben met name betrekking op:
- het deconsolideren van de deelnemingen BMCH en Duracar uit de jaarrekeningen;
 - het in de Sustain Calculaties elimineren van de non-cash items begrepen in de “other revenues”;
 - het herrubriceren van de Betronics-gegevens van de divisie Ecoventures naar Ecofys en;
 - het herrubriceren van diverse posten van het netto-werkkapitaal.

Hierdoor kunnen de in het BP 2008 – 2012 opgenomen financiële gegevens gedetailleerd worden vergeleken met de in de geconsolideerde jaarrekeningen van Econcern opgenomen data.

- 1.10 In dit hoofdstuk zal nader worden ingegaan op de in het BP 2008 – 2012 vermelde resultaten en kasstromen over 2007 en de betreffende prognoses over de periode 2008 tot en met 2012.

2. Analyse BP 2008 – 2012

2.1 Inleiding

- 2.1.1 Het BP 2008 – 2012 dateert van november 2007. De gegevens die zijn verwerkt in het BP 2008 – 2012 dateren voor wat betreft Evelop uit mei 2007.³ De overige gegevens dateren van september 2007. Deze projecties zijn één op één overgenomen in het BP 2008 – 2012 ondanks het feit dat inmiddels meer dan een half jaar was verstreken sinds het opstellen van het bewuste spreadsheet in mei 2007. Zoals hierna zal blijken is sprake van een aanzienlijk verschil tussen de gegevens die in het BP 2008 – 2012 zijn opgenomen over 2007 (en die dus in feite een prognose betreffen) en de werkelijke gegevens die kunnen worden ontleend aan de jaarrekening 2007 en de in de concept-jaarrekening 2008 opgenomen herziene gegevens over de jaarrekening 2007. Dat betekent dus dat de financiële projecties over 2007 die in het najaar van 2007 zijn afgegeven, niet zijn geverifieerd met en aangepast zijn aan de feitelijke financiële ontwikkelingen tot op dat moment.

³ Op 7 januari 2013 is aan Van Wijk en Van der Leun de vraag gesteld of deze cijfers – die voor wat betreft Evelop dateren uit mei 2007 en voor wat betreft de rest van Econcern uit september 2007 – nog zijn bijgesteld c.q. zijn aangepast alvorens deze in het BP 2008 – 2012 zijn opgenomen. Op deze vraag is geen antwoord ontvangen.

2.1.2 Hierna wordt op hoofdlijnen beschreven dat in de loop van 2007 de feitelijke ontwikkeling en realisatie van diverse projecten en activiteiten substantieel afweken van de in de Sustain Calculaties opgenomen parameters en variabelen. De vraag is dan ook of de ten tijde van het uitbrengen van het BP 2008 – 2012 financiële projecties voor 2008 tot en met 2012 niet bijgesteld hadden dienen te worden. Tevens had de prognose voor 2007, die was opgenomen in de Sustain Calculaties (en daardoor samengevat ook in het BP 2008 – 2012), moeten zijn vervangen door een Latest Estimate 2007. Immers, in het najaar van 2007 was reeds duidelijk dat de opgenomen prognoses voor 2007 bij lange na niet zouden kunnen worden behaald. Dit is met name van belang omdat op dat moment duidelijk was geworden dat de te verwachten cash-positie en financieringsbehoefte ultimo 2007 substantieel zou afwijken van de in het BP 2008 – 2012 opgenomen verwachtingen. Tevens zou daarnaast naar verwachting een andere blik op de projecties voor de komende boekjaren (in ieder geval het boekjaar 2008) kunnen zijn ontstaan bij de gebruikers van het BP 2008 – 2012.

2.1.3 De vraag is voorts of de in het BP 2008 – 2012 geschetste ontwikkelingen en financiële projecties binnen de genoemde termijn van vijf jaar überhaupt realiseerbaar waren. De vraag is of de diverse in het BP 2008 – 2012 opgenomen groeiveronderstellingen en onderliggende parameters wel realistisch waren ten tijde van het uitbrengen van het BP 2008 – 2012 (in november 2007). Er is in zes jaar tijd bijvoorbeeld een omzetgroei van ruim € 8 miljard (zijnde 35 keer het omzetniveau van 2006) geprognosticeerd. Bedroeg de omzet in 2006 nog € 239 miljoen, volgens het BP 2008 – 2012 zou deze groeien naar € 8.295 miljoen in 2012. Hetzelfde gold voor de bedrijfsresultaten: de EBIT in 2012 zou 51 keer het niveau van 2006 bedragen (EBIT 2006 € 33 miljoen; EBIT 2012 € 1.704 miljoen) en het nettoresultaat over 2012 zou 31 keer het niveau van 2006

gaan bedragen (nettowinst 2006 € 43 miljoen; nettowinst 2012 € 1.346 miljoen).

- 2.1.4 De aannames die ten grondslag hebben gelegen aan de Sustain Calculaties waren niet realistisch en zijn al snel in negatieve zin door de realiteit ingehaald. De in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde cash-flows zijn niet tijdig gerealiseerd vanwege sterk achterblijvende winst en het feit dat projecten niet of niet tijdig werden opgeleverd dan wel niet of niet tijdig tot financial close zijn gekomen. De oorzaken hiervan zijn tweeledig: enerzijds was de realisatie in financiële en operationele zin tegenvallend en anderzijds waren de projecties veel te optimistisch.
- 2.1.5 De conclusie is dat de in het kader van het BP 2008 – 2012 in mei 2008 aangetrokken gelden al snel ontoereikend waren voor de uitvoering en exploitatie van de geprojecteerde plannen en projecten, terwijl besteding van de gelden deels niet overeenkwam met de in het BP 2008 – 2012 genoemde bestemmingen. Een deel van de in mei 2008 aangetrokken gelden diende ter financiering van de reeds op dat moment bestaande achterstand in liquiditeit als gevolg van de ten opzichte van het BP 2008 – 2012 achterblijvende financiële performance over 2007 en 2008 tot op dat moment. Vanuit het oogpunt van adequaat risk management had verwacht mogen worden dat Econcern voordat zij tal van kapitaalsintensieve projecten initieerde, reële prognoses ten aanzien van doorlooptijd van de diverse projecten had opgesteld en had gezorgd voor voldoende financiering. Bij Econcern was het andersom; in een groot aantal projecten was inmiddels veel geïnvesteerd *voordat* de benodigde externe (project)financiering rond was en zonder dat op holdingniveau voldoende garantievermogen was aangetrokken om het ontbreken van externe financiering op te kunnen vangen, met als gevolg dat

Econcern in het voorjaar van 2008 qua liquiditeitspositie het water aan de lippen stond. Zonder de overbruggingsfinanciering in april 2008 van SHV van € 40 miljoen, gevolgd door de ter beschikking stelling in mei 2008 van additioneel € 200 miljoen garantievermogen zou Econcern in het voorjaar van 2008 reeds failliet zijn gegaan.

3. Analyse 2007

3.1 Vermogens- en financieringsstructuur 2007

- 3.1.1 Uit onderstaande tabel blijkt dat ultimo 2007 forse afwijkingen bestonden ten aanzien van de werkelijke vermogens- en financieringsstructuur van Econcern ten opzichte van de in het in november 2007 uitgebrachte BP 2008 – 2012 vermelde vermogens- en financieringsstructuur (bedragen x € 1.000) en de daaraan ten grondslag liggende Sustain Calculaties:

Econcern**Balans versus sustain**

Bedragen x € 1.000

	<i>Balance sheet</i> <i>31-12-2007</i>	<i>Sustain</i> <i>31-12-2007</i>
Assets		
Intangible fixed assets	24.000	59.000
Tangible fixed assets	25.000	67.000
Financial fixed assets	154.000	33.000
Stocks	42.000	51.000
Work in progress	102.000	14.000
Trade debtors	65.000	20.000
Other receivables	22.000	11.000
Current assets	231.000	96.000
Deferred tax		2.000
Loans to Participations	3.000	30.000
Cash	11.000	88.000
Total Assets	448.000	375.000
Liabilities		
Shareholders funds	112.000	155.000
Minority interest	23.000	-1.000
Equity	135.000	154.000
Deferred tax liability	1.000	
Long term liabilities	70.000	108.000
Bank overdraft	151.000	90.000
Trade creditors	52.000	16.000
Other payables	39.000	7.000
Current liabilities	242.000	113.000
Financing need		
Total Equity and Liabilities	448.000	375.000
Current assets and cash	242.000	184.000
Current liabilities	242.000	113.000
Net working capital	0	71.000
Issued share capital and premium	39.000	68.000
Reserves	72.000	87.000
Shareholder's equity	111.000	155.000

3.1.2 In deze tabel zijn de ten behoeve van de vergelijkbaarheid herrekende financiële posities (zoals is uiteengezet in § 1.9) ultimo 2007 afgezet tegen de in het BP 2008 – 2012 opgenomen vermogensposities per 31 december 2007.

3.1.3 Uit deze tabel blijkt dat de feitelijke bestemming van de ultimo 2007 beschikbare bancaire financiering wezenlijk afweek van de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde bestemming. Er was met name voorzien dat er een bedrag ad € 71 miljoen aan netto werkkapitaal (current assets + cash –/– current liabilities) beschikbaar zou zijn terwijl in werkelijkheid geen werkkapitaal beschikbaar was. Dit is onder meer veroorzaakt door:

- (i) de veel omvangrijkere dan geprojecteerde investeringen in financial fixed assets (€ 154 miljoen ten opzichte van € 33 miljoen) en
- (ii) het feit dat er fors meer in werkkapitaalcomponenten is geïnvesteerd dan was voorzien. Zo bedroeg het geïnvesteerde bedrag in onderhanden werk per 31 december 2007 € 102 miljoen terwijl er slechts € 14 miljoen was geprognosticeerd in het BP 2008 – 2012. Ultimo 2007 bedroeg het saldo aan uitstaande debiteuren € 65 miljoen, terwijl er € 20 miljoen was geprojecteerd in het BP 2008 – 2012 en
- (iii) de afwijking tussen de daadwerkelijk gerealiseerde winst voor belastingen (€ 17 miljoen) en EBITDA (€ 29 miljoen) en de geprojecteerde winst voor belastingen (€ 88 miljoen) en EBITDA (€ 97 miljoen).

3.1.4 Daarnaast is in het BP 2008 – 2012 een kapitaalinjectie in 2007 in de vorm van uit te geven aandelenkapitaal (inclusief agio) ad € 30 miljoen voorzien

door middel van de conversie van de SHV lening in aandelen. Deze omzetting heeft inderdaad in december 2007 plaatsgevonden. Dit heeft echter niet geleid tot een cash-inflow omdat het een omzetting van een lening in aandelenkapitaal betrof zonder (aanvullende) contante inbreng.

3.2 Analyse kasstromen 2007

3.2.1 Het BP 2008 – 2012 is in november 2007 uitgebracht. Op dat moment weken de feitelijke vermogenssituatie en resultaat- en cashontwikkelingen binnen Econcern in negatieve zin al substantieel af van de projecties voor 2007 alsmede van de onderliggende veronderstellingen en uitgangspunten als opgenomen in het BP 2008 – 2012. Hierna worden de belangrijkste afwijkingen geanalyseerd tussen de door Econcern over 2007 feitelijk gerealiseerde financiële parameters en de in het BP 2008 – 2012 opgenomen projecties.

De in het BP 2008 – 2012 opgenomen gegevens voor 2007 weken af van de detailcalculaties zoals verwerkt in de eerder beschreven Sustain Calculaties. Dit betreft onder andere de geprojecteerde opbrengsten, brutowinst en nettoresultaat.

Resultaten en kasstromen 2007

3.2.2 In het onderstaande schema zijn de gedurende het boekjaar 2007 gerealiseerde resultaten samengevat afgezet tegen de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde resultaten voor 2007. Zoals reeds eerder aangegeven in § 1.9 zijn de hieronder weergegeven feitelijke resultaten over 2007 ontleend aan de herrekeningen zoals die zijn gemaakt ten behoeve van de

vergelijkbaarheid met de in het kader van het BP 2008 – 2012 opgemaakte calculaties. In hoofdstuk 3 (Verslaggeving) is geconcludeerd dat Econcern ten onrechte een bedrag van € 37,5 miljoen als gerealiseerde boekwinst in haar jaarrekening 2007 heeft verantwoord. Dit bedrag had betrekking op de zogenaamde ruilwinst Silpro in het kader van de ruiltransactie met Solon. Dit bedrag is niet in het onderstaande overzicht gecorrigeerd.

Econcern			
Realisatie versus Sustain			
bedragen x € 1.000			
	<i>Realisatie 2007</i>	<i>Projecties sustain 2007</i>	<i>Vershil</i>
Omzet	211.000	401.000	-190.000
Overige opbrengsten	58.000	81.000	-23.000
<i>Totaal opbrengsten</i>	<i>269.000</i>	<i>482.000</i>	<i>-213.000</i>
Kostprijs van de omzet	174.000	327.000	-153.000
<i>Brutomarge</i>	<i>95.000</i>	<i>155.000</i>	<i>-60.000</i>
Operationele kosten	66.000	58.000	8.000
<i>EBITDA</i>	<i>29.000</i>	<i>97.000</i>	<i>-68.000</i>
Afschrijvingen	3.000	2.000	1.000
<i>Bedrijfsresultaat (EBIT)</i>	<i>26.000</i>	<i>95.000</i>	<i>-69.000</i>
Interestlasten	9.000	6.000	3.000
<i>Resultaat voor belastingen</i>	<i>17.000</i>	<i>89.000</i>	<i>-72.000</i>
Belastingen	8.000	4.000	4.000
Resultaat deelnemingen	5.000	-3.000	8.000
Nettoresultaat	30.000	90.000	-60.000

3.2.3 Hieruit blijkt dat de gerealiseerde resultaten over 2007 op diverse resultaatcomponenten sterk negatief afwijken van het in november 2007 uitgebrachte BP 2008 – 2012. Deze afwijking is nog sterker negatief indien de hiervoor in § 3.3 genoemde ruilwinst ad € 37,5 miljoen wordt

geëlimineerd.⁴ De invloed van de sterk achterblijvende resultaten op de kasstromen wordt echter beïnvloed door de in de winst- en verliesrekening begrepen baten uit hoofde van herwaarderingen op deelnemingen. Deze posten zijn gepresenteerd onder de overige bedrijfsopbrengsten en betreffen feitelijk non-cash items. Ten behoeve van het inzicht in de feitelijke kasstromen zijn de operationele kasstromen derhalve als volgt samengevat:

Econcern			
Realisatie versus Sustain			
bedragen x € 1.000			
	<i>Realisatie 2007</i>	<i>Projecties sustain 2007</i>	<i>Vershil</i>
EBITDA	29.000	97.000	-68.000
Overige opbrengsten	-58.000	-81.000	23.000
Operationele kasstroom	-29.000	16.000	-45.000

3.2.4 Hieruit blijkt dat de kasstromen uit operationele bedrijfsactiviteiten over 2007 negatief met € 45 miljoen afweken van de eind november 2007 uitgebrachte prognoses voor 2007. Deze afwijking is als volgt per businessunit gespecificeerd:

⁴ In de Projecties Sustain 2007 was een non-cash resultaat inzake Sol Holding van € 65 miljoen begroot. Dat betrof zowel de ruilwinst als de ongerealiseerde waardeinstijging van het aangehouden belang. In de jaarrekening 2007 van Econcern zijn deze posten opgenomen voor € 37,5 miljoen respectievelijk € 41 miljoen, derhalve totaal voor € 78,5 miljoen. Bij eliminatie van de genoemde € 37,5 miljoen uit de realisatie 2007 dient dus voor de vergelijkbaarheid het daarmee corresponderende bedrag uit de Projecties Sustain 2007 geëlimineerd te worden. Dit corresponderende bedrag is gelijk aan $((37,5/78,5) \times (78,5 -/- 65) =) € 6,45$ miljoen. Het verschil in EBITDA tussen realisaties en projecties bedraagt na eliminatie dus € 74,5 miljoen (namelijk € 68 miljoen plus € 6,5 miljoen).

Econcern			
Realisatie versus Sustain			
Bedragen x € 1.000			
Operationale kasstromen	<i>realisatie 2007</i>	<i>Sustain 2007</i>	<i>Afwijking</i>
Ecofys	1.000	1.000	0
Ecostream	-7.000	5.000	-12.000
Ecoventures (incl. OneCarbon)	-8.000	-4.000	-4.000
Evelop	-4.000	24.000	-28.000
Holding	-11.000	-10.000	-1.000
	-29.000	16.000	-45.000

In § 5 zal deze negatieve afwijking per business unit over 2007 kort nader worden toegelicht.

4. Analyse 2008

4.1 Vermogens- en financieringsstructuur 2008

- 4.1.1 Uit onderstaande tabel blijkt dat ultimo 2008 forse afwijkingen bestonden ten aanzien van de werkelijke vermogens- en financieringsstructuur van Econcern ten opzichte van de in november 2007 geprognosticeerde vermogens- en financieringsstructuur in het BP 2008 – 2012:

Econcern**Balans versus sustain**

Bedragen x € 1.000

	<i>Balance sheet</i>	<i>Sustain</i>
	<i>31-12-2008</i>	<i>31-12-2008</i>
Assets		
Intangible fixed assets	55.000	107.000
Tangible fixed assets	71.000	313.000
Financial fixed assets	96.000	67.000
Stocks	38.000	82.000
Work in progress	101.000	25.000
Trade debtors	70.000	43.000
Other receivables	24.000	28.000
Current assets	233.000	178.000
Deferred tax		
Loans to Participations		30.000
Cash	35.000	88.000
Total Assets	490.000	783.000
Liabilities		
Shareholders funds	77.000	284.000
Minority interest	1.000	5.000
Equity	78.000	289.000
Deferred tax liability	4.000	
Long term liabilities	136.000	222.000
Bank overdraft	137.000	110.000
Trade creditors	57.000	37.000
Other payables	78.000	12.000
Current liabilities	272.000	159.000
Financing need		113.000
Total Equity and Liabilities	490.000	783.000
Current assets and cash	268.000	266.000
Current liabilities	272.000	159.000
Net working capital	-4.000	107.000
Issued share capital and premium	244.000	68.000
Reserves	-166.000	216.000
Shareholder's equity	78.000	284.000

- 4.1.2 In deze tabel zijn de ten behoeve van de vergelijkbaarheid herrekende financiële posities (zoals is uiteengezet in § 1.9) ultimo 2008 afgezet tegen de in het BP 2008 – 2012 opgenomen vermogensposities per 31 december 2008.
- 4.1.3 Uit de tabel blijkt dat de feitelijke bestemming van de ultimo 2008 beschikbare bancaire financiering wezenlijk afweek van de geprojecteerde bestemming. Er was met name voorzien dat een bedrag ad € 107 miljoen aan netto werkkapitaal (current assets + cash –/– current liabilities) beschikbaar zou zijn terwijl er in werkelijkheid een tekort was van € 4 miljoen. Dit wordt met name veroorzaakt door het aanzienlijke verlies over 2008 ad € 238 miljoen. De in het BP 2008 – 2012 geprognosticeerde winst over 2008 bedroeg € 130 miljoen, zodat er sprake was van een afwijking van € 368 miljoen. Daarnaast zijn minder long term liabilities aangetrokken dan geprojecteerd (€ 136 miljoen ten opzichte van € 222 miljoen). Hier staat tegenover dat de investeringen in fixed assets ook aanzienlijk lager waren dan geprojecteerd.
- 4.1.4 In 2008 is door aandeelhouders voor een bedrag ad € 204 miljoen aandelenkapitaal en agio gestort en is door SHV een achtergestelde lening ad € 50 miljoen verstrekt. In de financiële projecties zoals opgenomen in het BP 2008 – 2012 is uitgegaan van een bedrag van € 113 miljoen, zijnde de geprojecteerde “financing need”.⁵ Er werd derhalve weliswaar € 92 miljoen meer op aandelen gestort dan geprojecteerd maar daar staat tegenover dat de werkelijk opgenomen long term liabilities € 136 miljoen bedroegen

⁵ De in het BP 2008 –2012 geprognosticeerde toename van de reserves bevatte geen aanvullende aandeelhoudersstortingen maar bestond uit de toevoeging van de geprognosticeerde nettowinst 2008.

(inclusief de achtergestelde SHV-lening ad € 50 miljoen) ten opzichte van de geprojecteerde long term liabilities van € 222 miljoen.

Van het in 2008 aangetrokken eigen vermogen zag een bedrag van € 25 miljoen op de uitgifte van zogenaamde phantom shares. Dit betrof geen in geld gestort kapitaal, maar kapitaal in de vorm van gewaardeerde ingebrachte kapitaalbelangen. Dit heeft Econcern geen direct besteedbare vrije liquide middelen opgeleverd.

- 4.1.5 De in het kader van het BP 2008 – 2012 in mei 2008 aangetrokken gelden waren al snel ontoereikend voor de uitvoering en exploitatie van de geprojecteerde plannen en projecten en de besteding kwam (deels) niet overeen met de in het BP 2008 – 2012 genoemde bestemmingen. Een deel van de in mei 2008 aangetrokken gelden heeft gediend ter financiering van de reeds op dat moment bestaande achterstand in liquiditeit als gevolg van de ten opzichte van het BP 2008 – 2012 achterblijvende financiële performance over 2007 en 2008 tot op dat moment.

4.2 Analyse kasstromen 2008

- 4.2.1 In deze paragraaf zijn de feitelijke kasstromen over 2008 afgezet tegen de in het BP 2008 – 2012 geprognosticeerde kasstromen. In onderstaande tabel zijn de kasstromen samengevat, onderverdeeld naar reguliere kasstromen en kasstromen uit hoofde van garantievermogen:

Econcern			
Realisatie versus Sustain			
Bedragen x € 1.000			
	<i>Realisatie 2008</i>	<i>Sustain 2008</i>	<i>Afwijking 2008</i>
Cash-flow	-216.000	-133.000	-83.000
Equity	254.000	113.000	141.000
	<u>38.000</u>	<u>-20.000</u>	<u>58.000</u>

4.2.2 Uit bovenstaande tabel blijkt dat gedurende het boekjaar 2008 de operationele kasstromen en kasstromen uit investeringsactiviteiten (samen “cash flow 2008”) € 83 miljoen in negatieve zin afwijken van de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde “cash flow”. Daar staat tegenover dat gedurende het boekjaar 2008 € 141 miljoen meer garantievermogen is aangetrokken dan in het BP 2008 – 2012 was geprojecteerd. Dit heeft dus geresulteerd in een totale kasstroom over 2008 die de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde kasstromen met € 33 miljoen overtrof.⁶

4.2.3 In onderstaande tabel is een nadere uitsplitsing gemaakt van de aangetrokken financieringen gedurende 2008 naar project-gerelateerde financieringen en Econcern’s corporate financing.

⁶ Zoals hiervoor reeds in § 4.1.4 is weergegeven bevatte de equity stortingen ook inbreng in natura op de zogenaamde phantom shares ad € 25 miljoen, Die stortingen hebben geen feitelijke kasgelden gerealiseerd.

Econcern			
Realisatie versus Sustain			
Bedragen x € 1.000			
	<i>Realisatie 2008</i>	<i>Sustain 2008</i>	<i>Afwijking 2008</i>
Operationele kasstromen	-97.000	-29.000	-68.000
Kasstromen uit investeringen	-134.000	-213.000	79.000
Kasstromen uit projectfinancieringen	15.000	109.000	-94.000
	-216.000	-133.000	-83.000
Corporate Financing	254.000	113.000	141.000
	38.000	-20.000	58.000

4.2.4 In § 6 zijn de diverse kasstromen over boekjaar 2008 naar soort (operationele kasstromen, kasstromen uit investeringsactiviteiten en kasstromen uit financieringsactiviteiten) in meer detail geanalyseerd en zijn deze vergeleken met de in het BP 2008 – 2012 opgenomen projecties voor 2008.

4.2.5 Los van de analyse van de afwijkingen in de gerealiseerde kasstromen, blijkt hieruit dat Econcern als geheel geconfronteerd werd met fors negatieve operationele kasstromen. Dit heeft regelmatig geleid tot forse druk op de bestaande kredietfaciliteiten.

5. Nadere uitwerking op business unit niveau 2007

5.1 Inleiding

5.1.1 Uit onderstaande tabel blijkt dat ten aanzien van Econcern in geheel 2007 al sprake is van een forse afwijking van de projecties zoals opgenomen in het BP 2008 – 2012 en de daadwerkelijk gerealiseerde omzetten en resultaten.

Econcern			
Projecties sustain versus realisatie			
Bedragen x € 1.000			
	<i>Projecties Sustain 2007</i>	<i>Realisatie 2007</i>	<i>Afwijking 2007</i>
Omzet	401.000	211.000	-190.000
Resultaat voor VPB	89.000	17.000	-72.000
EBITDA	97.000	29.000	-68.000

5.1.2 In het navolgende wordt per business unit de afwijking van de projecties in het BP 2008 – 2012 nader wordt toegelicht.

5.2 Ecostream

5.2.1 Uit onderstaande tabel blijkt dat ten aanzien van Ecostream over 2007 al sprake is van een forse afwijking van de projecties zoals opgenomen in het BP 2008 – 2012 en de daadwerkelijk realiseerde omzetten en resultaten.

Ecostream			
Projecties sustain versus realisatie			
Bedragen x € 1.000			
	<i>Projecties Sustain 2007</i>	<i>Realisatie 2007</i>	<i>Afwijking 2007</i>
Omzet	200.000	144.000	-56.000
Resultaat voor VPB	900	-11.800	-12.700
EBITDA	4.900	-7.400	-12.300

5.2.2 De over 2007 door Econcern in haar totaliteit gerealiseerde omzetten vielen ten opzichte van de prognoses voor 2007 zwaar tegen. Er was sprake van € 190 miljoen minder gerealiseerde omzet over 2007 op een in het BP 2008 – 2012 (gedateerd november 2007) geprognoseerde omzet 2007 van € 401 miljoen. De belangrijkste component hiervan betrof de sterk achterblijvende omzet bij Ecostream. In het BP 2008 – 2012 van november 2007 werd ten aanzien van Ecostream nog een omzet over 2007 ad € 200 miljoen geprognoseerd en een winst voor belastingen ad € 1 miljoen. De over 2007 gerealiseerde omzet Ecostream bedroeg € 144 miljoen (derhalve € 56 miljoen minder dan geprojecteerd) en het gerealiseerde verlies (voor belastingen) 2007 bedroeg € 12 miljoen (derhalve € 13 miljoen minder resultaatbijdrage dan geprognoseerd).

5.3 Evelop

5.3.1 Uit onderstaande tabel blijkt dat ten aanzien van Evelop over 2007 al sprake is geweest van een forse afwijking van de projecties zoals opgenomen in het BP 2008 – 2012 en de daadwerkelijk gerealiseerde omzetten en resultaten.

Evelop			
Projecties sustain versus realisatie			
Bedragen x € 1.000			
	<i>Projecties Sustain 2007</i>	<i>Realisatie 2007</i>	<i>Afwijking 2007</i>
Omzet	181.000	48.000	-133.000
Resultaat voor VPB	40.000	-4.000	-44.000
EBITDA	41.000	1.000	-40.000

5.3.2 De ten opzichte van de Sustain Calculaties sterk tegenvallende kasstromen over 2007 zijn met name veroorzaakt door de zwaar achterblijvende operationele kasstromen (EBITDA) bij Evelop. Voor Evelop was in de Sustain calculaties nog een EBITDA over 2007 ad € 41 miljoen geprognosticeerd, terwijl over 2007 door Evelop slechts een EBITDA van € 1 miljoen is gerealiseerd (derhalve € 40 miljoen minder realisatie over 2007). Opvallend detail hierbij is dat de uiteindelijk gerealiseerde omzet ad € 48 miljoen in lijn ligt met het in eerste instantie in november 2006 gepresenteerde budget 2007 voor Evelop 2007, namelijk € 41 miljoen. Dit budget is vervolgens in 2007 herzien.

5.3.3 Er is geen onderbouwing naar individuele projecten van de in het BP 2008 – 2012 opgenomen omzetverwachting aangetroffen. De gerealiseerde omzet (lees: productiewaarde; de projecten waren vrijwel alle nog onderhanden en derhalve zagen de opbrengsten op de verantwoorde mutatie in het onderhanden werk) over 2007 ad € 48 miljoen zag grotendeels op het project Koegorspolder. Dit was – naast het in de vergelijkende cijfers over 2007 niet-meegeconsolideerde project Q7 – het grootste project waarin Evelop

gedurende 2007 activiteiten heeft ontwikkeld die tot opbrengstverantwoording in 2007 leidde.

5.4 Ecoventures

5.4.1 Uit onderstaande tabel blijkt dat ten aanzien van Ecoventures over 2007 al sprake is van een forse afwijking van de projecties zoals opgenomen in de Sustain Calculaties en de daadwerkelijk gerealiseerde omzetten en resultaten.

Ecoventures Projecties sustain versus realisatie Bedragen x € 1.000			
	<i>Projecties Sustain 2007</i>	<i>Realisatie 2007</i>	<i>Afwijking 2007</i>
Omzet	19.000	3.000	-16.000
overige opbrengsten	65.000	50.000	-15.000
Opbrengsten	84.000	53.000	-31.000
Resultaat voor VPB	59.000	44.000	-15.000
EBITDA	61.000	47.000	-14.000

5.4.2 Op het eerste gezicht lijken de operationele kasstromen van Ecoventures over 2007 ten opzichte van de in het BP 2008 – 2012 opgenomen verwachtingen met circa € 14 miljoen achter te blijven. Met betrekking tot Ecoventures werd in het BP 2008 – 2012 voor 2007 een EBITDA van € 61 miljoen geprognosticeerd, terwijl een EBITDA van € 47 miljoen werd gerealiseerd. Echter, in de over 2007 door Econcern gepresenteerde EBITDA zaten meerdere non-cash items, waaronder de boekwinst ad € 37,5 miljoen die Econcern heeft verantwoord in het kader van de inbreng in Sol Holding van

de belangen in Silpro en BCE door Econventures respectievelijk Solon (zie voor de achtergronden van deze transactie hoofdstuk 18 (Sol Holding)). Deze winst is als herwaardering door Econcern in haar winst- en verliesrekening 2007 (via de regel “other revenues”) verwerkt. Het betrof geen cash-transactie; de herwaardering had betrekking op het opwaarderen naar market value van het door Econcern in Sol Holding AG gehouden kapitaalbelang.

5.4.3 Indien deze ruilwinst en de geprojecteerde overige herwaarderingen als non-cash items worden geëlimineerd uit de resultaten van Ecoventures, resteert een in het BP 2008 – 2012 geprognosticeerde EBITDA 2007 (“cash”) van negatief € 4 miljoen (in het BP 2008 – 2012 was gerekend met € 65 miljoen non-cash resultaat inzake Sol Holding) en een over 2007 feitelijk gerealiseerde EBITDA (“cash”) ad negatief € 3 miljoen. Dit leidt tot de conclusie dat de door Ecoventures in 2007 gegenereerde operationele kasstromen min of meer in overeenstemming waren met de in het BP 2008 – 2012 opgenomen verwachtingen op dit punt.

5.4.4 Het voorgaande is ontleend aan § 9.4 van het BP 2008 – 2012. Hetgeen naast het hierboven beschrevene nog opvalt, is dat voor de Ecoventures-deelneming Innogrow voor 2007 een omzet was geprognosticeerd van € 15 miljoen terwijl er feitelijk over 2007 nagenoeg geen omzet door deze vennootschap is gerealiseerd. Dit verklaart grotendeels het verschil in geprognosticeerde omzet versus gerealiseerde omzet over 2007. Voor Innogrow was bij die geprognosticeerde omzet van € 15 miljoen een EBITDA van € 2,2 miljoen geprognosticeerd, terwijl feitelijk over 2007 een negatieve EBITDA van € 0,7 miljoen is gerealiseerd.

5.5 Ecofys

- 5.5.1 Ten aanzien van Ecofys is over 2007 nagenoeg geen sprake van afwijkingen tussen de projecties zoals opgenomen in het BP 2008 – 2012 en de daadwerkelijk gerealiseerde omzetten en resultaten.

5.6 Econcern Holding

- 5.6.1 Het gaat ten aanzien van Econcern Holding om een afwijking van ruim € 1 miljoen. Gezien het feit dat het hier geen materiële afwijking in de kasstromen betreft, wordt deze afwijking verder niet geanalyseerd.

6. Nadere uitwerking op business unit niveau 2008

6.1 Inleiding

- 6.1.1 In onderstaande tabel zijn de gedurende het boekjaar 2008 gerealiseerde kasstromen samengevat afgezet tegen de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde kasstromen 2008.

Econcern			
Realisatie versus Sustain			
Bedragen x € 1.000			
	<i>Realisatie</i>	<i>Sustain</i>	<i>Afwijking</i>
	<i>2008</i>	<i>2008</i>	<i>2008</i>
Brutomarge (excl. Overige opbrengsten)	25.000	116.000	-91.000
Overige opbrengsten	16.000	1.000	15.000
Gerapporteerde brutomarge	41.000	117.000	-76.000
Operationele kosten	-143.000	-96.000	-47.000
	-102.000	21.000	-123.000
Mutaties fair values Carbon Credits	-10.000		-10.000
Overige mutaties	-3.000		-3.000
<i>EBITDA</i>	<i>-115.000</i>	<i>21.000</i>	<i>-136.000</i>
Voorraden	4.000	-31.000	35.000
Onderhanden projecten	1.000	-12.000	13.000
Debiteuren	-5.000	-23.000	18.000
Overige vorderingen		-14.000	14.000
Crediteuren	5.000	21.000	-16.000
Overige schulden	25.000	5.000	20.000
<i>Mutaties werkkapitaal</i>	<i>30.000</i>	<i>-54.000</i>	<i>84.000</i>
Mutaties financiële vaste activa		2.000	-2.000
Mutaties fair values verplichtingen CC	-4.000		-4.000
Mutaties latente belastingposities	-2.000	-1.000	-1.000
Vennootschapsbelasting	-5.000	-2.000	-3.000
Resultaat deelnemingen		5.000	-5.000
Operationele kasstromen	-96.000	-29.000	-67.000
Investerings in immateriële vaste activa	-50.000	-48.000	-2.000
Investerings in materiële vaste activa	-54.000	-177.000	123.000
Verstrekke leningen niet geconsol.deelnemingen	-43.000		-43.000
Overige	12.000	12.000	0
Kasstromen uit investeringen	-135.000	-213.000	78.000
Ontvangen leningen (langlopend)	20.000	114.000	-94.000
Ontvangen kortlopende financiering	3.000		3.000
Overige	-8.000	-5.000	-3.000
<i>Externe financieringsstromen</i>	<i>15.000</i>	<i>109.000</i>	<i>-94.000</i>
Gestort aandelenkapitaal en agio	158.000		158.000
Gestort cum.pref. Kapitaal	21.000		21.000
Gestort kapitaal "Phantom Shares"	25.000		25.000
Ontvangen achtergestelde leningen	50.000		50.000
Financieringsbehoefte Sustain		113.000	-113.000
<i>Equity financiering</i>	<i>254.000</i>	<i>113.000</i>	<i>141.000</i>
Kasstromen uit financieringen	269.000	222.000	47.000
TOTALE KASSTROOM 2008	38.000	-20.000	58.000

6.1.2 Hieruit blijkt dat gedurende boekjaar 2008 de operationele kasstromen € 67 miljoen in negatieve zin afwijken van de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde “operational cash flow”.

Daar staat tegenover dat gedurende boekjaar 2008 € 78 miljoen minder is uitgegeven aan investeringen dan geprognosticeerd. Hiermee samenhangend is ook circa € 94 miljoen minder aan externe financiering aangetrokken. Per saldo dus een negatieve afwijking ad € 16 miljoen.

Tenslotte is met name in mei 2008 op grond van het BP 2008 – 2012 € 141 miljoen meer aan garantievermogen aangetrokken dan in het BP 2008 – 2012 was geprojecteerd voor 2008.

Tezamen (in concreto het totaal van de kasstromen uit operationele activiteiten, uit investeringsactiviteiten en uit financieringsactiviteiten) heeft een en ander dus geresulteerd in een totale kasstroom over 2008 die de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde kasstromen met € 58 miljoen heeft overtroffen.

6.1.3 Hierna zullen de diverse kasstromen over boekjaar 2008 naar soort (operationele kasstromen, kasstromen uit investeringsactiviteiten en kasstromen uit financieringsactiviteiten) worden geanalyseerd voor wat betreft de afwijkingen ten opzichte van de in de Sustain Calculaties opgenomen projecties voor 2008.

6.2 Kasstromen 2008: operationele kasstromen 2008

6.2.1 De feitelijk gerealiseerde operationele kasstromen zijn in 2008 met € 68 miljoen achter gebleven ten opzichte van de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde kasstromen. De oorzaken hiervan kunnen naar de volgende componenten worden onderscheiden:

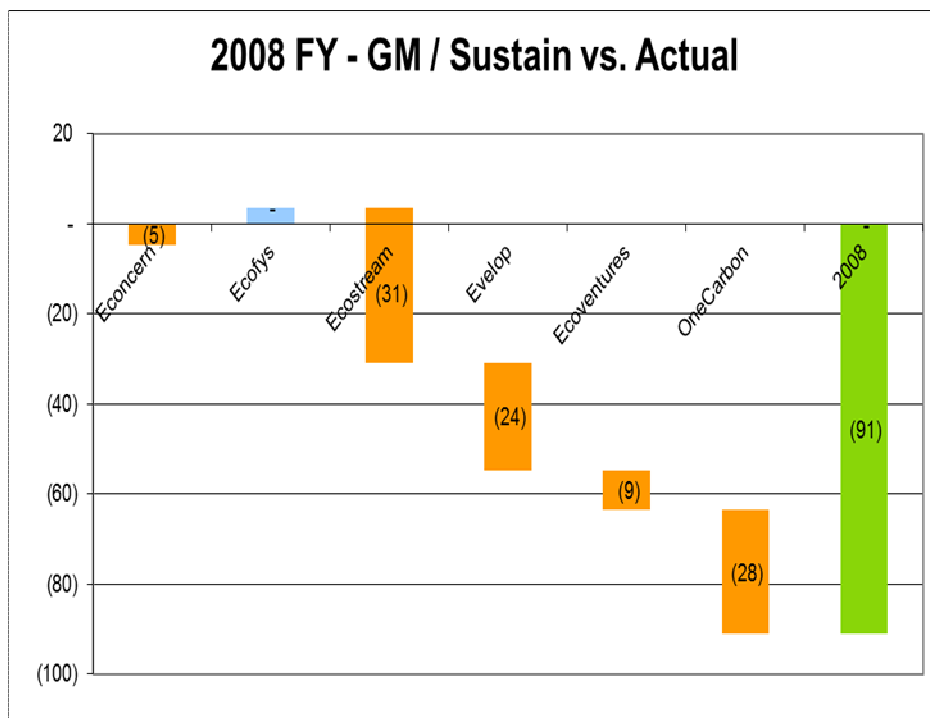
Achterblijvende brutomarge	€ 91 miljoen
Hogere bedrijfskosten	€ 47 miljoen
Overige (resultaat)componenten	<u>€ 13 miljoen</u>
	€ 151 miljoen
Lager beslag werkkapitaal	<u>€ 83 miljoen</u>
	<u>€ 68 miljoen</u>

In het onderstaande worden de hier onderscheiden componenten nader toegelicht.

6.3 Operationele kasstromen 2008: Achterblijvende Brutomarge over 2008

6.3.1 Uit bovenstaande tabel blijkt dat de negatieve afwijking ad € 68 miljoen van de door Econcern over 2008 gerealiseerde operationele kasstroom ten opzichte van hetgeen in het BP 2008 – 2012 was voorzien, met name wordt veroorzaakt door een sterk achterblijvende brutowinst (afwijking: minus € 91 miljoen). Deze achterblijvende brutowinst in 2008 kan als volgt worden weergegeven per divisie:⁷

⁷ In de genoemde bedragen zitten enige afrondingsverschillen.



Hierna worden de belangrijkste afwijkingen per divisie zoals die blijken uit bovenstaande tabel geanalyseerd.

Ecostream

6.3.2 Voor Ecostream was voor het jaar 2008 een brutomarge ad € 45 miljoen geprojecteerd in de Sustain Calculcaties. Uiteindelijk is slechts een brutomarge ad € 11 miljoen gerealiseerd in het boekjaar 2008. Er was dus ten aanzien van Ecostream sprake van een negatieve afwijking in brutomarge ad € 34 miljoen.

De ontwikkeling van de bruto marge van Ecostream in 2008 was negatief ten opzichte van de projecties in het BP 2008 – 2012 in tweeërlei opzicht:

- Enerzijds bleef de gerealiseerde omzet ver achter bij de geprojecteerde omzet over 2008 (gerealiseerde omzet € 170 miljoen

en geprojecteerde omzet € 371 miljoen; een afwijking derhalve van € 201 miljoen – in procenten: –/– 55%);

- Anderzijds werd in 2008 slechts een relatieve marge op de verkopen gerealiseerd van 6% versus de 12%-brutowinstmarge die in het BP 2008 – 2012 werd geprognoseerd.

6.3.3 Deze twee aspecten hadden in absolute bedragen de volgende uitwerking op de brutowinst van Ecostream over 2008:

Ecostream		
Realisatie versus Sustain – marge		
Achterblijvende omzet 2008	-201.000.000	
Geprognoseerd margepercentage	12%	
		€ -24.000.000
Gerealiseerde omzet 2008	170.000.000	
Achterblijvend margepercentage	-6%	
		<u>€ -10.000.000</u>
Afwijking realisatie versus Sustain 2008 (afgerond)		<u><u>€ -34.000.000</u></u>

6.3.4 In hoofdstuk 20 is de divisie Ecostream beschreven, inclusief een analyse van de financiële performance van deze divisie. Daar wordt uiteengezet dat de omzet in 2008 fors achterbleef ten opzichte van de in het BP 2008 – 2012 weergegeven verwachtingen.

OneCarbon

6.3.5 Voor OneCarbon was voor het jaar 2008 een brutomarge ad € 29 miljoen geprojecteerd in het BP 2008 – 2012. Uiteindelijk is een brutomarge van ruim € 11 miljoen verantwoord in het boekjaar 2008, een negatieve afwijking in

brutomarge derhalve ad € 18 miljoen. De ontwikkeling van de brutomarge in 2008 was om twee redenen negatief ten opzichte van de Sustain Calculaties:

- Enerzijds bleef de gerealiseerde omzet ver achter bij de geprojecteerde omzet over 2008 (gerealiseerde omzet € 1,5 miljoen en geprojecteerde omzet € 69 miljoen) hetgeen heeft geresulteerd in een achterblijvende marge van € 28 miljoen;
- Anderzijds is in 2008 een herwaardering van de carbon credits naar fair values via de brutomarge verwerkt van € 10 miljoen. Met herwaarderingen op emissierechten werd in het BP 2008 – 2012 niet gerekend.

6.3.6 Deze twee aspecten hadden in absolute bedragen de volgende uitwerking op de brutowinst van OneCarbon over 2008:

OneCarbon		
Realisatie versus Sustain – marge		
Achterblijvende omzet 2008	-67.000.000	
Geprognosticeerd margepercentage	42%	
		€ -28.000.000
In jaarrekening verantwoorde herwaardering 2008	10.000.000	
Hiermee was niet gecalculeerd in Sustain	0	
		€ 10.000.000
Afwijking realisatie versus Sustain 2008 (afgerond)		<u>€ -18.000.000</u>

6.3.7 Uit de in § 6.3.1 weergegeven tabel blijkt een achterblijvende marge ad € 28 miljoen. Het verschil met de uit de jaarrekening 2008 blijken de marge bedraagt € 10 miljoen. Dit verschil bestaat uit de beschreven herwaardering. Zoals reeds in § 1.9 is aangegeven, zijn in het kader van de totale analyse,

zoals in dit hoofdstuk weergegeven, de herwaarderingen geëlimineerd in de diverse vergelijkende overzichten.

- 6.3.8 In hoofdstuk 21 (OneCarbon) is de divisie OneCarbon beschreven, inclusief een analyse van de financiële performance van deze divisie. Daar wordt uiteengezet dat de omzet in 2008 fors achterbleef ten opzichte van de het BP 2008 – 2012 weergegeven verwachtingen.

Ecoventures

- 6.3.9 Voor Ecoventures was voor het jaar 2008 een brutomarge ad € 46 miljoen geprognoseerd in het BP 2008 – 2012. Dit bedrag was opgebouwd uit enerzijds marge op externe omzet ad € 7 miljoen en anderzijds € 39 miljoen “other revenues”, zijnde de geprojecteerde herwaarderingen. Zoals in § 1.9 reeds vermeld zijn de herwaarderingen als non-cash elementen geëlimineerd uit de analyses zoals opgenomen in dit hoofdstuk. Uiteindelijk is door Ecoventures over 2008 een brutomarge van nihil gerealiseerd in het boekjaar 2008, bestaande uit:

- een negatieve marge ad € 1 miljoen op externe omzet en
- € 2 miljoen als “other revenues” verantwoorde herwaarderingen.

In het kader van deze analyse bedraagt de afwijking in brutomarge tussen de feitelijke realisatie over 2008 en de voor dat jaar geprognoseerde marge € 8 miljoen (BP 2008 – 2012: € 7 miljoen marge op kasbasis en feitelijk negatief € 1 miljoen gerealiseerd).

- 6.3.10 De ontwikkeling van de brutomarge in 2008 was om twee redenen negatief ten opzichte van de in het BP 2008 –2012 opgenomen projecties:

- Enerzijds bleef de gerealiseerde omzet ver achter bij de geprojecteerde omzet over 2008 (het verschil tussen de gerealiseerde omzet en de geprojecteerde omzet van € 52 miljoen);
- Anderzijds werd over 2008 een negatieve mutatie in het onderhanden werk ad € 1 miljoen verantwoord terwijl deze in het BP 2008 – 2012 niet was geprognosticeerd.

6.3.11 Deze twee aspecten hadden in absolute bedragen de volgende uitwerking op de brutowinst van Ecoventures over 2008:

Ecoventrues		
Realisatie versus Sustain – marge		
Achterblijvende omzet 2008	-52.000.000	
Geprognosticeerd margepercentage	13%	
		€ -7.000.000
Niet geprognosticeerde mutatie	-13%	
mutatie onderhanden werk over 2008		€ -1.000.000
Afwijking realisatie versus Sustain 2008		€ -8.000.000

De ten opzichte van het BP 2008 – 2012 achterblijvende omzet en marge over 2008 heeft vrijwel geheel betrekking op de vennootschappen Innogrow en Solior. Voor 2008 was voor Innogrow een omzet van € 42 miljoen geprognosticeerd met een marge van € 5 miljoen. Voor Solior was een omzet ad € 7 miljoen geprognosticeerd met een marge van € 2 miljoen. Uiteindelijk is over 2008 door deze ondernemingen (nagenoeg) geen omzet – en derhalve geen marge – gerealiseerd.

Evelop

6.3.12 Voor Evelop was voor het jaar 2008 een brutomarge ad € 83 miljoen (waarvan € 76 miljoen “other revenues”) geprojecteerd in het BP 2008 – 2012.

Uiteindelijk is een negatieve brutomarge van € 12 miljoen (waarvan € 5 miljoen positieve “other revenues”) gerealiseerd in het boekjaar 2008, derhalve een negatieve afwijking in brutomarge van € 95 miljoen. Zoals vermeld in § 1.9 zijn ten behoeve van deze analyse de Sustain Calculaties geschoond van de via “other revenues” gepresenteerde herwaarderingen. Indien de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde “other revenues” voor 2008 ad € 76 miljoen worden geëlimineerd, bleef de over 2008 door Evelop gerealiseerde brutomarge in 2008 met € 24 miljoen achter op hetgeen hiertoe in het BP 2008 – 2012 was geprognosticeerd.

6.3.13 De ontwikkeling van de brutomarge in 2008 was om twee redenen negatief ten opzichte van de Sustain Calculaties:

- De gerealiseerde omzet bleef ver achter bij de geprojecteerde omzet over 2008 (gerealiseerde omzet € 10 miljoen en geprojecteerde omzet – exclusief herwaarderingen – € 186 miljoen) hetgeen een achterblijvende marge van € 7 miljoen betekende;
- In 2008 werd een fors negatieve marge op de verkopen gerealiseerd van minus 176 % versus de 4%-brutowinstmarge die in het BP 2008 – 2012 werd geprognosticeerd hetgeen een achterblijvende marge van € 17 miljoen veroorzaakte.

6.3.14 Deze componenten van een sterk achterblijvende omzet en een negatief brutomargepercentage hebben derhalve geresulteerd in een achterblijvende

marge over 2008 ad € 24 miljoen ten opzichte van de in het BP 2008 – 2012 opgenomen projecties inzake de brutomarge.

6.3.15 Daarnaast zijn er voor 2008 “other revenues” ad € 76 miljoen geprognoseerd, terwijl er uiteindelijk over 2008 slechts voor € 5 miljoen aan “other revenues” is gerealiseerd. Dit betekende derhalve een over 2008 achterblijvende brutomarge ad € 71 miljoen. Tezamen met de in de voorgaande alinea vermelde € 24 miljoen vormt dit de verklaring voor de in § 6.3.12 vermelde achterblijvende brutomarge van in totaal € 95 miljoen.

6.3.16 In het onderstaande wordt verklaard dat de grote verschillen in “other revenues” het gevolg zijn van het niet bereiken van zogenaamde financial closes op de diverse individuele Evelop-projecten. Zoals elders in dit rapport is beschreven⁸ was er sprake van het bereiken van een financial close op het moment dat de externe financiering van het project – door toetreding van externe aandeelhouders en/of externe financiers – was gerealiseerd.

6.3.17 In onderstaande tabel zijn de financial closes op individueel Evelop – projectniveau weergegeven die ten grondslag lagen aan het budget 2008 van Evelop, waarbij de bijbehorende herwaarderingen naar fair value als meegenomen in de “other revenues” in het BP 2008 – 2012 in de laatste kolom zijn opgenomen. Er is overigens geen verklaring gevonden voor het verschil tussen het in deze tabel verantwoorde totale bedrag aan herwaarderingen ad € 86,7 miljoen en de het in het BP 2008 – 2012 aan “other revenues” geprojecteerde bedrag ad € 75,8 miljoen. Het bedrag ad € 75,8 miljoen betreft een ‘hard entry’⁹ in de Sustain calculaties die ten

⁸ Hoofdstuk 9 (Governance).

⁹ Het betreft hier dus een niet nader onderbouwd en/of gespecificeerd bedrag.

grondslag lagen aan het BP 2008 – 2012. Hiervan is geen nadere detaillering naar individueel project niveau aangetroffen.

REVALUATION AT FC					
Country	Project	Technology	FC in 2008	Total Capex Pipeline 11/12/07 € mln	Revaluation at FC
United Kingdom	Shearingham Shoal / Scira	WOS	pm	pm	
Belgium	Belwind	WOS	y	1000.0	50.0
Netherlands	Aldel-1	BIO	y	160.0	16.0
N/A	NYD	n/a	n	50.0	
Netherlands	Weststad III - vervanging Fr	WOL	y	20.0	4.6
Caribbean	Bonaire	WOL	y	35.0	0.0
Netherlands	Sloe_railwind	WOL	y	24.0	5.5
Caribbean	SWAC Curacao Piscadera	SWAC	y	20.0	0.6
Netherlands	Klooster Nieuwegein	WOL	y	20.0	4.6
Netherlands	Burgervlotbrug	WOL	y	6.0	1.4
Netherlands	Woerden	WOL	y	9.0	2.1
Netherlands	Heerhugowaard	WOL	y	8.5	2.0
				1352.5	86.7

6.3.18 Uit bovenstaande tabel blijkt dat voor 2008 was geprognosticeerd dat als gevolg van financial closes inzake bovenstaande projecten boekwinsten ten bedrage van circa € 87 miljoen (waarvan € 50 miljoen op project Belwind zag) konden worden verantwoord. Zoals reeds eerder beschreven zijn deze non-cash boekwinsten door Econcern in haar winst- en verliesrekeningen als opbrengsten (“other revenues”) verantwoord. Uiteindelijk is voor geen van bovenstaande projecten financial close gerealiseerd gedurende 2008, zodat dientengevolge door Econcern geen enkele opbrengst terzake is verantwoord over 2008. Ook voor andere dan de hierboven vermelde Evelop-projecten is geen financial close bereikt in 2008.

6.3.19 De over 2008 verantwoorde “other revenues” ad € 5 miljoen hebben grotendeels betrekking op de behaalde boekwinst op de verkoop van Ecoventures van haar kapitaalbelang in Scira. Dit kapitaalbelang is verkocht in 2008.

6.3.20 Hieronder volgt een samenvatting ten aanzien van de verschillende businessunits c.q. deelnemingen voor wat betreft de verschillen tussen de prognoses 2008 zoals opgenomen in het BP 2008 – 2012 en de realisatie 2008:

Omzet € x 1.000	Prognose BP 2008 – 2012	Realisatie	Vershil
Econcern (geconsolideerd)	830.000	320.000	– 510.000
Ecostream	371.000	170.000	– 201.000
Ecofys	37.000	30.000	– 7.000
Evelop	262.000	14.000	– 248.000
OneCarbon	68.700	1.500 ¹⁰	– 67.200
BMCH	130.000	80.000	– 50.000
Innogrow	42.000	– 1.200	– 43.000
Endon	19.000	nihil	– 19.000

Uit dit overzicht blijkt genoegzaam dat Econcern in 2008 op alle fronten zo ver achterbleef bij haar prognoses van een jaar eerder dat de conclusie geen andere kan zijn dan dat die prognoses volstrekt irrealistisch waren.

¹⁰ Dit is exclusief de herwaardering van de carbon credits tot een bedrag van € 10 miljoen, die immers geen externe omzet betreft. De prognose voor 2008 van € 68,7 miljoen betrof louter externe omzet.

6.3.21 Ook in 2007 bleef Econcern al ver achter op haar prognoses zoals verwoord in het BP 2008 – 2012. Dit was voor wat betreft 2008 ook per medio dat jaar al het geval, dus de financiële crisis die in het najaar van 2008 (na het faillissement van Lehman Brothers) een feit was, was hier niet de oorzaak van. Die oorzaak was simpelweg dat de RvB van Econcern tegen beter weten in véél te optimistisch prognoses in het BP 2008 – 2012 had opgenomen, waarbij de RvB welbewust prognoses van de businessunitmanagers (c.q. van de managers van de betreffende deelnemingen) fors naar boven bijstelde dan wel grote druk uitoefende op die managers om hun prognoses zelf in positieve zin bij te stellen.

6.3.22 Tekenend in dit verband is het volgende citaat uit de e-mail van Rebel, CFO van Ecostream, aan Van Holst d.d. 12 maart 2008:

“I thought you knew the situation that we as Ecostream presented a budgetplan to Kees, which (was) too far off from the long term plan used for Sustain. We had to add 100 Mio of Revenue to our budget. That is what we did.”

6.3.23 Een ander sprekend voorbeeld vormt de totstandkoming van de prognoses voor de jaren 2008 – 2011 van BMCH. Het management van BMCH leverde op 5 september 2007 de volgende omzetprognoses aan de RvB van Econcern aan:

Values x K€	2008	2009	2010	2011
Turnover	113.175	154.225	159.600	168.192

De RvB van Econcern wijzigde deze prognoses ten behoeve van het in november 2007 uitgebrachte BP 2008 – 2012 als volgt:

Values x K€	2008	2009	2010	2011
Turnover	130.500	240.000	353.813	374.625
Verschil	17.325	130.225	194.213	206.433

Het management van BMCH is niet vooraf geïnformeerd over deze aanpassingen van hogerhand en heeft tegenover curatoren verklaard zich absoluut niet in die aanpassingen te kunnen vinden.

6.3.24 De RvC van Econcern is in de vergadering van 10 oktober 2007 dan ook volstrekt onjuist geïnformeerd toen de RvB het volgende stelde:

*“The Business Plan provides guidance for the future and sets a good basis for discussions with third parties. It is seen by the management board of the Company as **a conservative plan** (vetgedrukt curatoren) (based on the current pipe line) ...”.*

De prognoses waren niet conservatief, ze waren volstrekt onrealistisch en het directe gevolg van zeer substantiële bijstelling naar boven door de RvB van binnen de groep opgestelde prognoses. Het is bepaald cynisch te noemen dat ten aanzien van Ecostream in de RvC vergadering van 3 september 2007 werd vastgesteld: *“With hindsight it can be said that Ecostream management was too optimistic when drawing up the budget 2007”*, terwijl kort daarna Van der Leun, aanwezig bij die vergadering van de RvC, het Ecostream-management opdroeg het budget 2008 met maar liefst € 100 miljoen (circa 37%) te verhogen.

6.3.25 Het gebrek aan realisme bij de RvB van Econcern hield aan in 2008. De notulen van de vergadering van de RvC van Econcern d.d. 24 januari 2008 vermelden ten aanzien van het non-recourse principe en de gevolgen daarvan voor het budget van Evelop het volgende:

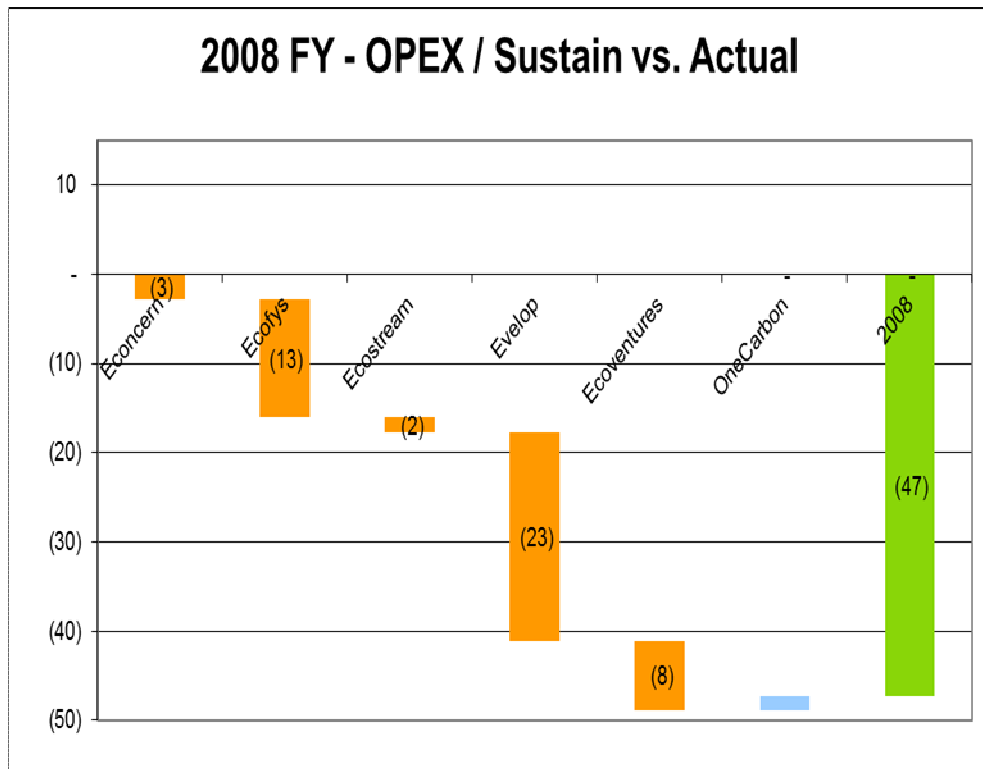
“The budget for Evelop is too a large extent determined by work in progress. The budget differs from the business plan due to the fact that amongst others more projects will reach financial close in 2008 than anticipated in the business plan. All projects will be non-recourse financed, so they will not have an impact on the Company’s cash position.”

Was het BP 2008 – 2012 met een geprognosticeerde omzet van Evelop over 2008 van € 262 miljoen al veel te optimistisch, in januari 2008 werd dit budget door de RvB van Econcern verhoogd omdat *“more projects will reach financial close in 2008 than anticipated in the business plan”*. Waarop deze mededeling gebaseerd was, is volstrekt onduidelijk. Uiteindelijk bereikte geen enkel project financial close in 2008 en bedroeg de omzet van Evelop over dat jaar slechts € 14 miljoen.

6.4. Operationele kasstromen 2008: Fors hogere bedrijfskosten (OPEX) over 2008

6.4.1 Uit de tabel in § 6.1.1 blijkt dat de negatieve afwijking ad € 68 miljoen van de door Econcern over 2008 gerealiseerde operationele kasstroom ten opzichte van hetgeen in de Sustain Calculaties is voorzien voor een belangrijk deel is veroorzaakt door het feit dat de gerealiseerde bedrijfskosten (“opex”, operational expenses) over 2008 de in het BP 2008 – 2012 geprognosticeerde bedrijfskosten voor dat jaar met € 47 miljoen hebben

overschreden. Deze overschrijding van de bedrijfskosten in 2008 kan als volgt worden weergegeven per divisie:



Hierna zullen de overschrijdingen van de operationele bedrijfskosten per divisie kort worden toegelicht.

Evelop

- 6.4.2 Voor Evelop zijn voor het jaar 2008 geen bedrijfskosten via de winst- en verliesrekening geprojecteerd in het BP 2008 – 2012. De gehanteerde filosofie hierachter was dat alle kosten van Evelop via de onderhanden werken van Evelop zouden worden verantwoord en dat deze door middel van financial closes tot waardemutaties in de winst- en verliesrekening zouden leiden. Zoals in § 6.3.18 uiteen is gezet, zijn er in 2008 geen financial closes ten aanzien van de geprojecteerde projecten gerealiseerd. De over 2008 via

de winst- en verliesrekening verantwoorde bedrijfskosten bedroegen € 23 miljoen. Zoals hiervoor is aangegeven konden deze kosten niet worden gedekt vanuit de Evelop-projectopbrengsten in 2008. De kosten over 2008 ad € 23 miljoen hadden met name betrekking op personeelskosten (€ 14 miljoen), doorbelaste holdingkosten ("shared services" € 5 miljoen), huisvestingskosten en overige overheadkosten.

Ecoventures

- 6.4.3 Voor Ecoventures zijn voor het jaar 2008 bedrijfskosten ad € 9 miljoen geprojecteerd in het BP 2008 – 2012, terwijl de daadwerkelijk gerealiseerde bedrijfskosten € 17 miljoen bedroegen. Er was dus sprake van een negatieve afwijking van € 8 miljoen ten opzichte van de Sustain Calculaties. Deze afwijking had voor een groot deel betrekking op Darwind. Darwind gaf over 2008 € 4 miljoen meer uit dan geprognosticeerd (met name personeels- en consultancykosten).

Ecofys

- 6.4.4 Voor Ecofys zijn voor het jaar 2008 bedrijfskosten ad € 26 miljoen geprojecteerd in het BP 2008 – 2012, terwijl de daadwerkelijk gerealiseerde bedrijfskosten € 39 miljoen beliepen. Er was dus sprake van een negatieve afwijking van € 13 miljoen ten opzichte van de Sustain Calculaties. Dit terwijl de gerealiseerde brutomarge binnen Ecofys over 2008 € 8 miljoen meer bedroeg dan de geprognosticeerde marge voor 2008. De hogere bedrijfskosten hebben met name betrekking op de over 2008 vanuit Econcern doorberekende "shared services" ad € 7,5 miljoen (in het BP 2008 – 2012 was hiervoor voor boekjaar 2008 € 2,5 miljoen geprognosticeerd),

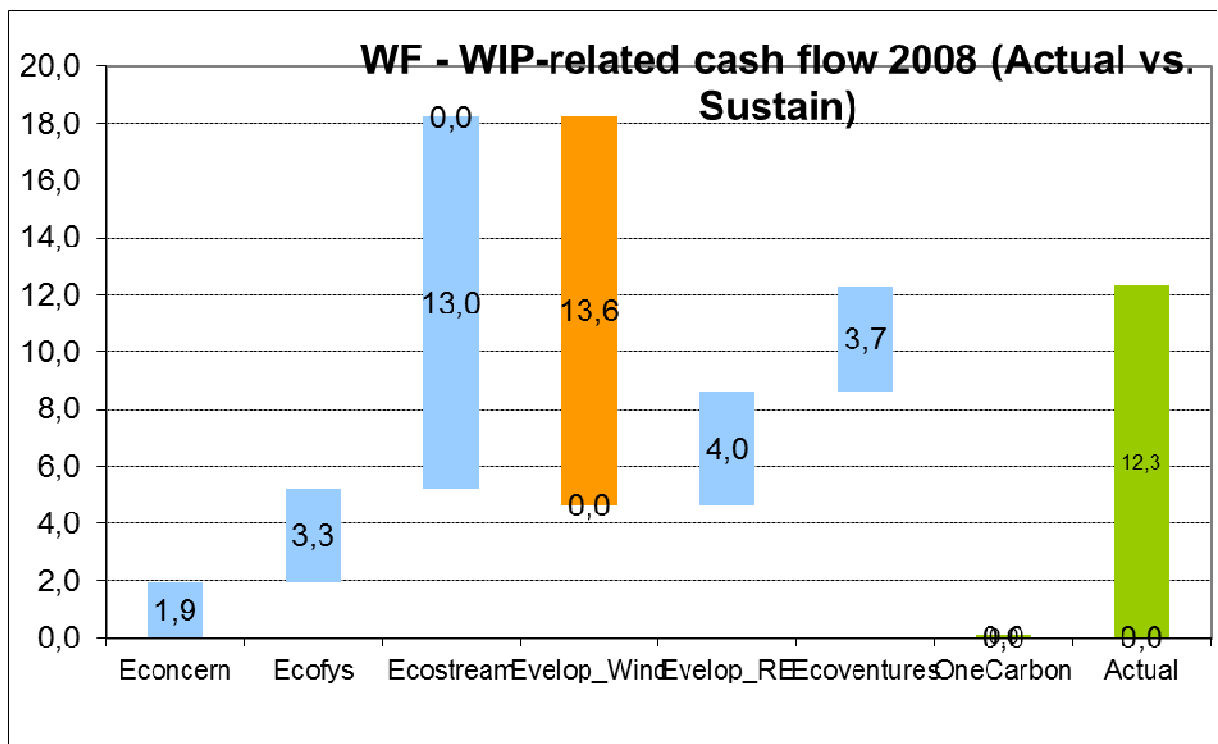
zijnde het aandeel van Ecofys in de kosten van de centrale staforganisatie, alsmede de fors hogere personeelskosten dan geprojecteerd in het BP 2008 – 2012. Dit laatste is een gevolg van de lagere dan geprognosticeerde bezettingsgraad over 2008. In het BP 2008 – 2012 was een personeelsquote (zijnde de personeelskosten van Ecofys uitgedrukt in een percentage van de omzet) van 47,5% geprojecteerd, terwijl feitelijk door Ecofys een personeelsquote van 53,5% is gerealiseerd in 2008. Dit impliceert dat de feitelijke productiviteit van de Ecofys-medewerkers voor 2008 achterbleef ten opzichte van de in het BP 2008 – 2012 doorgerekende verwachtingen hieromtrent. Parallel aan de ontwikkelingen qua bezettingsgraden bij Ecofys, was sprake van een afwijking in de personeelsaantallen. In het BP 2008 – 2012 was voor Ecofys (inclusief Betronic) gecalculerd met 302 medewerkers, terwijl er feitelijk meer dan 400 medewerkers in dienst waren bij Ecofys en Betronic.

6.5 Operationele kasstromen 2008: Lager kapitaalbeslag werkkapitaal in 2008

- 6.5.1 Uit het voorgaande blijkt dat in 2008 veel minder brutomarge is gerealiseerd dan in het BP 2008 – 2012 was geprojecteerd. Dit heeft uiteraard een negatieve invloed op de operationele kasstromen. Een deel van die negatieve impact is echter weer opgeheven door het feit dat een minder activiteitsniveau een lager kapitaalbeslag op het werkkapitaal van een onderneming legt, hetgeen tot lagere kasstromen dienaangaande leidt. Over 2008 kwamen de kasstromen verband houdende met mutaties in het werkkapitaal van Econcern € 83 miljoen positiever uit dan de in het BP 2008 – 2012 hiervoor geprojecteerde bedragen. De belangrijkste oorzaken hiervan waren het veel lagere activiteitsniveau van Ecostream, de forse toename van

kortlopende verplichtingen – niet zijnde handelscrediteuren – en de forse afname van kortlopende vorderingen, niet zijnde handelsdebiteuren.

- 6.5.2 De tegenvallende omzetontwikkeling in 2008 bij Ecostream is reeds beschreven in § 6.3.2. Het lagere activiteitsniveau van Ecostream over 2008 leidde tot € 30 miljoen minder door Ecostream geïnvesteerd werkkapitaal, te weten enerzijds € 35 miljoen minder debiteuren en € 22 miljoen minder voorraden en anderzijds € 27 miljoen minder handelscrediteuren.
- 6.5.3 Ten opzichte van de Sustain Calculaties voor 2008 zijn de kortlopende verplichtingen (exclusief de handelscrediteuren) fors hoger per 31 december 2008. Hierdoor werd voor € 19 miljoen meer aan operationele kasstromen gerealiseerd dan geprognosticeerd.
- 6.5.4 Hetzelfde geldt voor de kortlopende vorderingen, niet zijnde handelsdebiteuren. Ten opzichte van de Sustain Calculaties voor 2008 zijn deze vorderingen fors afgenomen in 2008. Hierdoor werd voor € 14 miljoen meer aan operationele kasstromen gerealiseerd dan geprognosticeerd.
- 6.5.5 Daarnaast waren over 2008 afwijkingen ten opzichte van de geprojecteerde ontwikkelingen in WIP (“work in progress”). Uit onderstaande tabel zijn de afwijkingen, totaal groot ruim € 12 miljoen, gespecificeerd per divisie weergegeven:



Uit de tabel blijkt dat er enerzijds minder geïnvesteerd werd in 2008 in onderhanden projecten bij Ecostream, grotendeels als gevolg van het achterblijvende activiteitsniveau bij Ecostream ten opzichte van de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde verwachtingen. Anderzijds heeft het uitstellen en niet bereiken van financial closes bij Evelop tot een groter kapitaalbeslag in onderhanden projecten bij Evelop geleid.

6.5.6 In 2008 leidde het niet bereiken van financial close in het project Belwind tot een forse “cash burn” ad circa € 13 miljoen. Tevens is in 2008 een bedrag ad € 7,4 miljoen door Econcern Power Assets Projects aan Nordex aanbetaald voor productie”slots” ten behoeve van turbines voor Franse windmolenprojecten. Overigens zijn deze turbines nooit door Econcern afgenomen.

6.6 Kasstromen uit investeringsactiviteiten 2008

- 6.6.1 De feitelijke kasstromen uit investeringsactiviteiten bedroegen in 2008 € 135 miljoen (negatieve kasstroom) ten opzichte van de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde kasstromen ad negatief € 213 miljoen. De reden dat er veel minder is geïnvesteerd in 2008 dan geprognoseerd vloeit met name voort uit het veel lagere aantal gerealiseerde financial closes in 2008 dan geprojecteerd, zowel in aantallen als de ermee gepaard gaande bedragen. Dit is hiervoor reeds toegelicht.
- 6.6.2 In onderstaand overzicht – ontleend aan het budget 2008 Evelop – zijn de voor 2008 in ontwikkeling te nemen, dan wel reeds in ontwikkeling zijnde projecten van Evelop samengevat. Hieruit blijkt dat de hiermee gepaard gaande gebudgetteerde investeringsbedragen in 2008 € 328 miljoen zouden bedragen.¹¹ Dit bedrag aan gebudgetteerde investeringsbedragen is fors hoger dan de in het BP 2008 – 2012 geprognoseerde investeringen omdat er in het budget 2008 van uit werd gegaan dat de start van de diverse projecten sneller zou worden gerealiseerd dan waarvan bij het opstellen van het BP 2008 – 2012 was uitgegaan.
- 6.6.3 Uit de kolom “FC in 2008” blijkt dat er voor een groot deel van de te ontwikkelen projecten een financial close in 2008 werd voorzien. Deze projecten zijn met een “y” gemarkeerd. Veruit het grootste project betrof het in 2008 te “closen” WOS-project (wind-on-sea (windmolenpark op zee)) Belwind.

¹¹ Onder de tabel wordt een bedrag van € 238,2 miljoen vermeld. Dit is echter een verschrijving. De optelsom van alle projecten en de niet in het tabelletje opgenomen “Pre-capex” bedragen ad € 1,4 miljoen leidt daadwerkelijk tot € 328,2 miljoen, hetgeen overeenkomt met de investeringsbedragen (“Capex”) als elders in het budget 2008 van Evelop is opgenomen.

Country	Project	Area	Capex in 2008 € mln	FC in 2008	Total Capex Pipeline 11/12/07 € mln
Netherlands	Q7	WOS	18.8	n	200.0
United Kingdom	2008 Shearingham Shoal / Scira	WOS	Pm	pm	pm
Belgium	2008 Belwind	WOS	115.2	y	1000.0
Netherlands	2008 Aldel-1	BIO	16.0	y	160.0
Netherlands	2007 Koegorspolder	WOL	18.9	n	57.0
Netherlands	2008 Weststad III - vervanging Fr	WOL	14.0	y	20.0
Netherlands	2007 Afrikahaven	WOL	16.8	n	26.0
Caribbean	2008 Bonaire	WOL	34.4	y	35.0
Netherlands	2008 Sloe_railwind	WOL	7.8	y	24.0
Caribbean	2008 SWAC Curacao Piscadera	SWAC	13.3	y	13.5
Netherlands	2008 Klooster Nieuwegein	WOL	7.2	y	20.0
Netherlands	2008 Burgervlotbrug	WOL	6.4	y	6.0
Netherlands	2008 Woerden	WOL	1.0	y	9.0
Netherlands	2008 Heerhugowaard	WOL	6.2	y	8.5
			276.0		1,579.0
Acquisitions	2008 Not Yet Determined (NYD)	n/a	50.8	n	N/A
Total			238.2		

6.6.4 Uiteindelijk heeft geen enkele van deze projecten financial close bereikt in 2008¹², hetgeen betekent dat de in 2008 gedane uitgaven en investeringen betrekking hebbend op deze projecten ("Pre-Capex") niet vanuit specifieke projectfinancieringen zijn gedekt maar uit de lopende kasstromen en beschikbare algemene financieringscapaciteit van Econcern dienden te worden gefinancierd.

6.6.5 De kasstromen uit de investeringsactiviteiten in 2008 laten zich als volgt specificeren:

Verwerkt als "Tangible fixed assets"

- REC Afrikahaven € 25 mio
- Los Cabezos/My Solar Servicios € 24 mio
- Overige € 4 mio
- € 53 mio

¹² Ten aanzien van Q7, Koegorspolder, Afrikahaven werd voor 2008 al financial close bereikt.

Verwerkt als “Intangible fixed assets”

- Goodwill BMCH & Duracar
(tegen uitreiking phantom shares) € 25 mio
- Overige (met name geactiveerde
ontwikkelingskosten Darwind) € 13 mio
€ 38 mio

Verwerkt als “Loans to participations”

- SOL Holding € 22 mio
- BMCH € 19 mio
- Duracar € 2 mio
€ 43 mio

Totaal investeringen 2008 € 135 mio

6.7. Kasstromen uit financieringsactiviteiten 2008

6.7.1 Beoordeling van de kasstromen uit investeringsactiviteiten kan niet los worden gezien van de ontwikkelingen in de kasstromen uit financieringsactiviteiten. Zeker niet bij een onderneming als Econcern (en dan in het bijzonder voor wat betreft de business unit Evelop), waarbij de zeer kapitaalintensieve investeringen voor een groot deel projectgerelateerd dienden te worden gefinancierd. De afwijking tussen de geprojecteerde en de feitelijke kasstromen uit investeringsactiviteiten ligt (enigszins) in lijn met de ontwikkelingen in de kasstromen uit financieringsactiviteiten. De door Econcern gerealiseerde projectfinancieringen bedroegen € 15 miljoen in 2008, terwijl hiervoor in het BP 2008 – 2012 € 109 miljoen was geprognosticeerd.

6.7.2 Samengevat kunnen de kasstromen van Econcern uit investeringsactiviteiten en de hiermee gekoppelde projectgerelateerde financieringsactiviteiten over 2008 als volgt worden samengevat en afgezet tegen de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde bedragen dienaangaande:

Econcern			
Realisatie versus Sustain – kasstroom uit financieringsactiviteiten			
Bedragen x € 1.000			
	<i>Realisatie 2008</i>	<i>Sustain 2008</i>	<i>Afwijking</i>
Kasstromen uit investeringsactiviteiten	-135.000	-213.000	78.000
Projectgerelateerde financieringen	15.000	109.000	-94.000
	<u>-120.000</u>	<u>-104.000</u>	<u>16.000</u>

6.7.3 Hieruit wordt geconcludeerd dat het lagere dan voor 2008 geprognosticeerde investeringsniveau (enigszins) in lijn ligt met het lagere financieringsvolume dat in 2008 terzake is aangetrokken.

6.7.4 De feitelijke kasstromen uit financieringsactiviteiten bedroegen in 2008 € 269 miljoen (positieve kasstroom) ten opzichte van de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde € 222 miljoen. De afwijking van de realisatie over 2008 versus de Sustain Calculaties ad € 47 miljoen kan als volgt worden uitgesplitst:

- Enerzijds minder aangetrokken financiering ad € 94 miljoen als gevolg van een sterk lager investeringsniveau. Dit is in het voorgaande meer gedetailleerd uiteengezet;

- Anderzijds werd er voor € 141 miljoen meer aan corporate financing aangetrokken dan in het BP 2008 – 2012 was geprojecteerd.

6.7.5 Hiervoor is beschreven dat er in 2008 veel minder Evelop-projecten in ontwikkeling zijn genomen dan geprojecteerd en dat er tevens geen financial closes zijn bereikt in 2008. In onderstaand overzicht is per Evelop-project aangegeven welke projectfinancieringen waren geprognosticeerd voor 2008.

EQUITY 3RD PARTIES					
				Eq. 3rd parties	%-age of equity
				0	
Netherlands	Q7		WOS	0,0	49%
United Kingdom	2008	Shearingham Shoal / Scira ¹	WOS	0,0	49%
Belgium	2008	Belwind	WOS	79,3	90%
Netherlands	2008	Aldel-1	BIO	7,8	49%
Netherlands	2007	Koegorspolder	WOL	0,0	49%
Netherlands	2008	Weststad III – vervanging Fr	WOL	2,0	49%
Netherlands	2007	Afrikahaven	WOL	0,0	49%
Caribbean	2008	Bonaire	WOL	3,4	49%
Netherlands	2008	Sloe_railwind	WOL	2,4	49%
Caribbean	2008	SWAC Curacao Piscadera	SWAC	2,0	49%
Netherlands	2008	Klooster Nieuwegein	WOL	2,0	49%
Netherlands	2008	Burgervlotbrug	WOL	0,6	49%
Netherlands	2008	Woerden	WOL	0,9	49%
Netherlands	2008	Heerhugowaard	WOL	0,8	49%
				101,2	

NON RECOURSE PROJECT FINANCE			after equity
			Non recourse project finance
			0
Netherlands	Q7	WOS	18,8
Belgium	2008 Belwind	WOS	0,0
Netherlands	2008 Aldel-1	BIO	0,0
Netherlands	2007 Koegorspolder	WOL	18,9
Netherlands	2008 Weststad III – vervanging Fr	WOL	10,0
Netherlands	2007 Afrikahaven	WOL	16,8
Carribean	2008 Bonaire	WOL	27,4
Netherlands	2008 Sloe_railwind	WOL	3,0
Carribean	2008 SWAC Curacao Piscadera	SWAC	9,3
Netherlands	2008 Klooster Nieuwegein	WOL	3,2
Netherlands	2008 Burgervlotbrug	WOL	5,2
Netherlands	2008 Woerden	WOL	-0,8
Netherlands	2008 Heerhugowaard	WOL	4,5
			116,3

6.7.6 Geconcludeerd wordt dat in plaats van de geprognosticeerde € 217 miljoen aan projectfinancieringen (via “equity financing” € 101 miljoen en via “non recourse” projectfinancieringen € 116 miljoen), slechts € 15 miljoen aan projectgerelateerde financiering is aangetrokken gedurende 2008. De belangrijkste reden daartoe is het niet bereiken van de financial close in de projecten Belwind, Koegorspolder, REC Afrikahaven, Bonaire, SWAC en Weststad.

6.7.7 Aan corporate financing is in 2008 € 254 miljoen aangetrokken tegenover de in het BP 2008 – 2012 voor 2008 geprojecteerde corporate finance behoefte (“financing need”) van € 113 miljoen. Dit verschil is met name veroorzaakt door het feit dat de in 2009 geprojecteerde aandelenemissies en andere vormen van aan te trekken risicodragende financieringen reeds in 2008 zijn gerealiseerd. Deze in 2008 aangetrokken financieringen zijn echter

grotendeels aangewend ten behoeve van in 2008 optredende tekorten in de financiering en kasstromen in relatie tot de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde data. In feite is hiermee in 2008 het financieringsprobleem naar de toekomst “verlegd”. Deze conclusie is in § 4.1.5 van dit hoofdstuk nader onderbouwd en verklaard. In hoofdstuk 5 (Financiering Algemeen) is de samenstelling van de in 2008 aangetrokken risicodragende financiering toegelicht. Het betrof met name gestort kapitaal op aandelen door SHV en de nieuwe aandeelhouders Rabobank en DeltaLloyd (via het investeringsvehikel Mondriaan Ventures) in combinatie met verstrekte achtergestelde leningen. In hoofdstuk 5 (Financiering Algemeen) is overigens beschreven dat van het in 2008 aangetrokken garantievermogen een bedrag van € 25 miljoen ziet op uitgegeven zogenaamde phantom shares. Dit betreft geen in geld gestort kapitaal, maar kapitaal in de vorm van gewaardeerde ingebrachte kapitaalbelangen. Dit heeft Econcern geen direct besteedbare vrije liquide middelen opgeleverd.

7. Kasstromen 2009

7.1 De aan het BP 2008 – 2012 ten grondslag liggende Sustain Calculaties waren op jaarbasis uitgewerkt. Aangezien aan Econcern in mei 2009 surseance van betaling is verleend en geen kasstroomprognoses op maandbasis beschikbaar waren, is geen gedetailleerde analyse uitgevoerd ten aanzien van de feitelijke kasstromen in 2009 in relatie tot de in het BP 2008 – 2012 voor 2009 geprognosticeerde kasstromen.

7.2 Zoals in hoofdstuk 5 (Financiering algemeen) is beschreven, was Econcern vanaf het najaar 2008 “in default” voor wat betreft haar financieringsratio's. Hierover was gedurende het najaar 2008 en het voorjaar 2009 veel discussie

met haar financiers, zijnde het Consortium en SHV en Mondriaan, die garantievermogen aan Econcern hadden verschaft. Een en ander leidde tot ernstige liquiditeitsproblemen.

- 7.3 Ondanks de forse liquiditeitsproblemen en discussies met haar financiers, heeft Econcern in het voorjaar van 2009 nog fors in met name het project Belwind (circa € 17 miljoen) geïnvesteerd, terwijl de hiertoe geprojecteerde projectfinanciering nog niet was gerealiseerd.
- 7.4 In het voorjaar van 2009 heeft Econcern daarnaast nog een aantal leningen aan niet-geconsolideerde deelnemingen verstrekt waarbij deze gelden zijn onttrokken aan de in 2008 op basis van het BP 2008 – 2012 aangetrokken financiering. Het gaat om een bedrag van € 4,75 miljoen (€ 3,750 ten aanzien van BMCH en € 1 miljoen ten aanzien van PetroEstry). Met dit bedrag was geen rekening gehouden in de projecties die ten grondslag lagen aan het BP 2008 – 2012. Integendeel, er werd van uitgegaan dat de niet-geconsolideerde deelnemingen deze gelden zelf op basis van non-recourse financieringen zouden aantrekken.
- 7.5 Daarnaast bleven de Ecostream-omzetten en kasstromen achter met de uitgangspunten als gehanteerd in het BP 2008 – 2012. Hiertoe wordt verwezen naar hetgeen hieromtrent is beschreven hoofdstuk 20 (Ecostream).
- 7.6 Hiervoor is beschreven dat in het BP 2008 – 2012 geen overige bedrijfskosten waren geprognosticeerd voor Evelop omdat deze door middel van financial closes tot waardemutaties in de winst- en verliesrekening zouden leiden. Omdat in de periode van januari tot en met mei 2009 geen financial closes werden geëffectueerd, konden er door Evelop ook geen de

kostendekkende opbrengsten en/of financieringen worden gerealiseerd, hetgeen ook tot een op het BP 2008 – 2012 achterblijvende kasstroom heeft geleid.

- 7.7 In de periode van januari tot en met mei 2009 (op 26 mei 2009 werd aan Econcern surseance van betaling verleend) zijn door Econcern nog substantiële bedragen ten behoeve van Evelop-projecten besteed. Deze uitgaven niet waren voorzien in het BP 2008 – 2012. Dit was – als ook al beschreven bij de analyse van de kasstromen uit investeringsactiviteiten over 2008 – grotendeels een gevolg van het niet realiseren van financial closes op de diverse Evelop-projecten, terwijl deze wel waren geprognosticeerd in het BP 2008 – 2012.

Hoofdstuk 8 Analyse kasstromen 2007 tot en met 2009 (niet project gerelateerde financieringen)

1. Inleiding

1.1 In de jaren 2007 en 2008 heeft Econcern financieringen (niet zijnde project gerelateerde financieringen) aangetrokken voor in totaal € 345 miljoen (in aanvulling op de reeds bestaande faciliteit van € 45 miljoen, waarvan € 37,5 miljoen ultimo 2006 was aangesproken). Deze financiering kan ruwweg in twee delen worden opgesplitst:

- In augustus 2007 is de bestaande bancaire kredietfaciliteit in rekening-courant met € 105 miljoen uitgebreid van € 45 miljoen naar € 150 miljoen;
- In mei 2008 is er door aandeelhouders een bedrag ad € 240 miljoen verstrekt.

1.2 Hierna wordt de besteding van deze € 390 miljoen (zijnde de geheel beschikbare faciliteit) gedurende de jaren 2007 en 2008 nader geanalyseerd. Hiertoe worden eerst de kasstromen over de jaren 2007 en 2008 samengevat aan de hand van de kasstroomoverzichten over die jaren. Vervolgens worden grote en bijzondere kasstromen in die jaren nader toegelicht. In dit hoofdstuk worden de kasstromen verbandhoudende met de projectgerelateerde financieringen niet besproken.

1.3 De kasstromen over 2007 zijn door Econcern nader uitgewerkt in haar jaarrekening 2007 in het geconsolideerde kasstroomoverzicht. Voor de

volledigheid is het kasstroomoverzicht 2007 in onderstaande tabel
weergegeven:

Econcern	
Geconsolideerde kasstromen	
Bedragen x € 1.000	
	<i>annual accounts</i>
	<i>2007</i>
Operating result	80.289
<i>Non-cash adjustments</i>	
Amortisation and depreciation	<u>4.145</u>
<i>Changes in working capital</i>	
Trade receivables	-30.294
Inventory and Work in progress	-185.393
Othr current assets	-32.606
Current liabilities	<u>76.614</u>
	<u>-171.679</u>
Results from participations/minorities	-2.142
Result on revaluation of shares in participations	<u>-53.469</u>
Cash generated from operations	-142.856
Financial income and expenses	-9.457
Deferred tax income	<u>13.517</u>
Net cash from operating activities	<u>-138.796</u>
Acquisition of intangible assets	-5.382
Purchase of property, plant and equipment	-13.791
Purchase financial assets/changes consolidation	<u>-73.625</u>
Net cash used in investing activities	<u>-92.798</u>
Proceeds from issue of shares and other equity	26.972
Conversion convertible loan	-30.000
Change in long term debt	<u>41.797</u>
Net cash from financing activities	<u>38.769</u>
Net cash from operating activities	-138.796
Net cash used in investing activities	-92.798
Net cash from financing activities	<u>38.769</u>
Net change in cash and cash equivalents	<u>-192.825</u>
Cash as at 1 January	88.121
Net change in cash during financial year	<u>-192.825</u>
Cash as at 31 December	<u><u>-104.704</u></u>

- 1.4 In hoofdstuk 7 (Analyse Financiële Projecties BP 2008 – 2012) zijn de over 2008 gerealiseerde kasstromen afgezet tegen de in het BP 2008 – 2012 geprognosticeerde kasstromen 2008. In onderstaande tabel zijn de in die paragraaf beschreven feitelijk gerealiseerde kasstromen weergegeven¹:

¹ Hoewel het bedrag in het kasstroomoverzicht onder gestort kapitaal “Phantom Shares” is opgenomen als kasstroom, is in hoofdstuk 7 (Analyse Financiële Prognose BP 2008 – 2012) uiteengezet dat dit een non-cash item betreft.

Econcern	
Gerealiseerde kasstromen	
Bedragen x € 1.000	
	<i>Realisatie 2008</i>
Brutomarge (excl. Overige opbrengsten)	25.000
Overige opbrengsten	16.000
Gerapporteerde brutomarge	41.000
Operationele kosten	-143.000
	-102.000
Mutaties fair values Carbon Credits	-10.000
Overige mutaties	-3.000
<i>EBITDA</i>	<i>-115.000</i>
Voorraden	4.000
Onderhanden projecten	1.000
Debiteuren	-5.000
Crediteuren	5.000
Overige schulden	25.000
<i>Mutaties werkkapitaal</i>	<i>30.000</i>
Mutaties fair values verplichtingen CC	-4.000
Mutaties latente belastingposities	-2.000
Vennootschapsbelasting	-5.000
Operationele kasstromen	<u>-96.000</u>
Investeringsen in immateriële vaste activa	-50.000
Investeringsen in materiële vaste activa	-54.000
Verstrekke leningen niet geconsol.deelnemingen	-43.000
Overige	12.000
Kasstromen uit investeringen	<u>-135.000</u>
Ontvangen leningen (langlopend)	20.000
Ontvangen kortlopende financiering	3.000
Overige	-8.000
<i>Externe financieringsstromen</i>	<i>15.000</i>
Gestort aandelenkapitaal en agio	158.000
Gestort cum.pref. Kapitaal	21.000
Gestort kapitaal "Phantom Shares"	25.000
Ontvangen achtergestelde leningen	50.000
<i>Equity financiering</i>	<i>254.000</i>
Kasstromen uit financieringen	<u>269.000</u>
TOTALE KASSTROOM 2008	<u>38.000</u>

1.5 De in 2007 en 2008 aangetrokken financiering ad € 345 miljoen (uitbreiding ING-Faciliteit met € 105 miljoen in augustus 2007 en aandeelhoudersfinanciering in mei 2008 ad € 240 miljoen) zijn door Econcern ruwweg geheel aangewend ter dekking van haar negatieve kasstromen over 2007 en 2008. Dit kan samengevat als volgt worden weergegeven:

Econcern			
Kasstroomen 2007/ 2008			
Bedragen x € 1 miljoen			
	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>Totaal</i>
Operationele EBITDA	-12	-115	-127
WIP Q7	-41		-41
WIP Godewind	-16		-16
WIP Ecostream	-22		-22
WIP Bonaire		-22	-22
WIP Belwind	-3	-13	-16
	-82	-35	-117
Lening BMCH	-5	-19	-24
Lening SOL Holding	-6	-21	-27
Lening Darwind	-2		-2
Lening Scira	-4		-4
Lening Duracar		-3	-3
Lening Koegorspolder	-2		-2
	-19	-43	-62
Acquisitie SOL Holding	-3		-3
Acquisitie Darwind	-5		-5
Acquisitie BMCH	-4		-4
Acquisitie Scira	-7		-7
	-19	0	-19
Vervreemding Solland	24		24
	5	0	5
Ontwikkelingskosten Darwind		-9	-9
Uitkoop certificaathouders	-28		-28
Overige items	-57	-14	-71
	-193	-216	-409

- 1.6 De in deze tabel opgenomen totale uitgaande kasstroom over 2007 ad € 193 miljoen komt overeen met het in de jaarrekening 2007 opgenomen bedrag in het geconsolideerde kasstroomoverzicht 2007 (zie ook § 1.3 van dit hoofdstuk). De weergegeven totale uitgaande kasstroom over 2008 ad € 216

miljoen is gelijk aan de in § 1.4 van dit hoofdstuk opgenomen kasstromen exclusief de “equity financiering”.

- 1.7 In het navolgende worden de kasstromen over de jaren 2007 en 2008 meer in detail geanalyseerd.

2. Kasstromen 2007

2.1 Inleiding

- 2.1.1 Econcern beschikte ultimo 2006 over een bancaire faciliteit in rekening-courant van in totaal € 45 miljoen bij een viertal banken. In april 2007 werd deze faciliteit geherstructureerd, waarbij ING de gehele faciliteit ad € 45 miljoen verstrekke. In augustus 2007 werd deze faciliteit uitgebreid met € 105 miljoen en gesyndiceerd onder aanvoering van ING. Hierdoor beschikte Econcern vanaf dat moment over een faciliteit in rekening-courant van € 150 miljoen. Over deze faciliteit heeft Econcern tot het moment van haar faillissement kunnen beschikken.

- 2.1.2 Uit de tabel in § 1.3 blijkt dat Econcern over 2007 een negatieve kasstroom ad € 192 miljoen kende. De belangrijkste en meest in het oog vallende componenten uit het kasstroomoverzicht 2007 worden hierna verder toegelicht.

2.2 Mutaties onderhanden werk en voorraden 2007

- 2.2.1 Het kasstroomoverzicht 2007 laat voor wat betreft de onderhanden werken en de voorraadposities over 2007 een uitgaande kasstroom ad € 185 miljoen

zien. De belangrijkste ontwikkelingen in deze posities zien toe op Q7, Gode Wind, Ecostream en Belwind. Per project volgen hieronder de ontwikkelingen in 2007.

Q7

- 2.2.2 Ultimo 2006 heeft Q7 een bankfaciliteit van € 96 miljoen getrokken alsmede een achtergestelde lening ontvangen van € 41 miljoen (het betreft het 50% aandeel).² Deze financieringen zijn nagenoeg niet gemuteerd in 2007.
- 2.2.3 Q7 beschikte daarnaast ultimo 2006 over € 119 miljoen aan liquide middelen. Ultimo 2007 ging het om een bedrag van € 34 miljoen. Dit betrof met name de in depot aangehouden gelden uit de bancaire Q7 faciliteit.
- 2.2.4 Ultimo 2006 kende Q7 een onderhandenwerk positie (WIP) van € 54 miljoen. Ultimo 2007 ging het om een bedrag van € 180 miljoen (wederom het 50% aandeel) zodat de mutatie in het onderhandenwerk (WIP) in 2007 € 126 miljoen bedroeg.³
- 2.2.5 De toename van het onderhandenwerk is niet alleen ontstaan door investeringen en uitgaven met betrekking tot het project Q7. In 2007 is een administratieve correctie ad € 31 miljoen doorgevoerd verband houdende met een foutieve verwerking van de latente belastingverplichtingen van de Q7-projectvennootschappen. In de jaarrekening 2006 waren deze latente

² Dit volgt uit de consolidatiestaat 2006, die aansluit bij de jaarrekening 2006 van Econcern.

³ Dit volgt uit de consolidatiestaten 2006 en 2007, die aansluiten bij de jaarrekeningen 2006 en 2007 van Econcern. Overigens is Q7 vanaf boekjaar 2008 niet meer in de consolidatie betrokken. Daarnaast is er geen jaarrekening 2008 en 2009 van Q7 in de administratie aangetroffen, zodat de kasstromen met betrekking tot de onderhandenwerk positie ten aanzien van Q7 in 2008 en 2009 niet bekend zijn.

belastingverplichtingen, groot € 31 miljoen, ten onrechte in mindering op de verantwoorde WIP-positie van Q7 gebracht. Deze fout is administratief hersteld door opboeking van het WIP in de jaarrekening 2007 voor hetzelfde bedrag. De toename van de WIP-positie in 2007 ad € 126 miljoen betreft dus enerzijds een administratieve correctie groot € 31 miljoen en anderzijds een toename ad € 95 miljoen als gevolg van feitelijke investeringen en uitgaven met betrekking tot Q7.

Dit bedrag ad € 95 miljoen is voor € 85 miljoen gefinancierd uit de voor Q7 beschikbare liquide middelen (te weten de stand ultimo 2006 ad € 119 miljoen verminderd met de stand ultimo 2007 ad € 34 miljoen). Het resterende bedrag ad € 10 miljoen (50% aandeel) is in 2007 gefinancierd door mutaties in de overige werkkapitaalcomponenten van Q7.

2.2.6 Er is derhalve geen sprake van kasstromen uit de ING-Faciliteit naar het project Q7.

2.2.7 Overigens blijkt uit de consolidatiestaat 2007 dat er een rekening-courant verhouding tussen Q7 en Econcern van ruim € 20 miljoen bestond. De achtergrond van deze rekening-courant verhouding is niet bekend maar het lijkt erop dat Econcern Q7 voor dit bedrag heeft gefinancierd.

Code Wind

2.2.8 Ultimo 2007 bedroeg de verantwoorde onderhandenwerk positie (WIP) van Code Wind € 34 miljoen.⁴ De opbouw van dit bedrag is als volgt:

⁴ Hetgeen volgt uit de consolidatiestaat 2007, die aansluit bij de jaarrekening 2007 Econcern.

Koopprijs aandelen	€ 25 miljoen
Opgeboekte goodwill	€ 3 miljoen
Geboekte earn out verplichting	€ 5 miljoen
Bestede kosten	€ 1 miljoen
Totaal	€ 34 miljoen

2.2.9 Gerelateerd aan de onderhandenwerk positie Gode Wind is als current asset een bedrag van € 7,4 miljoen verantwoord. Dit bedrag ziet op de vooruitbetaling aan Nordex ultimo 2007.⁵ Het betreft de vooruitbetaling ten aanzien van de levering van windmolens door Nordex ten behoeve van een diverse projecten in Frankrijk, zodat verwerking van dit bedrag in de consolidatiestaat ten aanzien van Terra Nova meer voor de hand had gelegen.

2.2.10 Uit het voorgaande volgt dat het door Econcern inzake Gode Wind geactiveerde bedrag aan onderhandenwerk (en gerelateerde current assets) € 41,4 miljoen betrof. Daarvan was een bedrag van € 17,5 miljoen aangetrokken als projectfinanciering van ABN AMRO N.V. London Branch⁶, een bedrag van € 5 miljoen verwerkt als schuld in verband met de overeengekomen earn out⁷ en een bedrag van € 3 miljoen verwerkt als agio⁸, zodat er in het totaal een bedrag van € 16 miljoen uit de ING-Faciliteit is aangewend voor Gode Wind. Deze kasuitstroom heeft zich met name in de laatste twee maanden van 2007 voorgedaan. Immers, op 11 november 2007 werd de overeenkomst ten aanzien van de verwerving van Gode Wind gesloten.⁹

⁵ Hoofdstuk 9 (Governance).

⁶ Hoofdstuk 12 (Gode Wind).

⁷ Hoofdstuk 12 (Gode Wind).

⁸ Hoofdstuk 12 (Gode Wind).

⁹ Hoofdstuk 12 (Gode Wind).

Ecostream

2.2.11 Ultimo 2006 is een onderhandenwerk positie (WIP) van € 5 miljoen en een voorraadpositie van € 29 miljoen verantwoord. Ultimo 2007 ging het om € 16 miljoen respectievelijk € 40 miljoen.¹⁰

2.2.12 Er was derhalve sprake van een toename van de onderhandenwerk positie van € 11 miljoen en van een toename van de voorraadpositie van eveneens € 11 miljoen. Deze toename is gefinancierd uit de gelden die in het kader van de ING-Faciliteit aan Econcern ter beschikking zijn gesteld.

Belwind

2.2.13 Ten aanzien van Belwind is ultimo 2007 een bedrag van ruim € 3 miljoen aan onderhandenwerk (WIP) verantwoord¹¹; dit bedrag is vrijwel geheel in 2007 opgeboekt. Belwind beschikte niet over een separate projectfinanciering; het bedrag van ruim € 3 miljoen is ten laste gebracht van de gelden die in het kader van de ING-Faciliteit aan Econcern ter beschikking zijn gesteld.

2.3 Mutaties financiële vaste activa 2007

Inleiding

2.3.1 Het kasstroomoverzicht 2007 laat een uitgaande kasstroom zien van € 74 miljoen voor wat betreft de mutaties in de financiële vaste activa. Dit bedrag bestaat echter voor een groot deel uit non-cash items die elders in het kasstroomoverzicht als component van het bedrijfsresultaat ("Operating

¹⁰ Hetgeen volgt uit de consolidatiestaat 2007, die aansluit bij de jaarrekening 2007 Econcern.

¹¹ Hetgeen volgt uit de consolidatiestaat 2007, die aansluit bij de jaarrekening 2007 Econcern.

result”) zijn verantwoord. Het betreft met name de in hoofdstuk 3 (Verslaggeving) beschreven ruilwinst Sol Holding.

2.3.2 De mutaties in de financiële vaste activa kunnen voor wat betreft de kasstromen worden gesplitst in:

- I. kasstromen als gevolg van door Econcern verstrekte leningen aan niet-geconsolideerde deelnemingen. In 2007 verstrekte Econcern leningen ten bedrage van € 23 miljoen aan haar niet-geconsolideerde deelnemingen. Het betrof met name financieringen aan BMCH (€ 4,75 miljoen¹²), Sol Holding (€ 6,2 miljoen¹³), Darwind (€ 1,5 miljoen¹⁴), Scira (€ 4 miljoen¹⁵) en aan Koegorspolder (€ 2 miljoen). Deze bedragen zijn ten laste gekomen van de gelden die in het kader van de ING-Faciliteit aan Econcern ter beschikking zijn gesteld.
- II. kasstromen als gevolg van investeringen in ondernemingen die door Econcern niet werden geconsolideerd in haar jaarrekeningen. In 2007 betrof dat met name de verwerving en uitbreiding van kapitaalbelangen in Sol Holding, Darwind, Scira en BMCH, alsmede de vervreemding van het kapitaalbelang in Solland. Deze kasstromen worden hierna toegelicht.

¹² Hoofdstuk 6 (Projectfinanciering en Aansprakelijkheid).

¹³ Hoofdstuk 6 (Projectfinanciering en Aansprakelijkheid).

¹⁴ Hoofdstuk 6 (Projectfinanciering en Aansprakelijkheid).

¹⁵ Hoofdstuk 6 (Projectfinanciering en Aansprakelijkheid).

Acquisitie Sol Holding

- 2.3.3 In 2007 heeft Econcern een bedrag van € 3 miljoen (indirect) geïnvesteerd in Sol Holding door middel van een storting op aandelen in Silpro. Dit bedrag is ten laste gekomen van de gelden die in het kader van de ING-Faciliteit aan Econcern ter beschikking zijn gesteld.

Acquisitie Darwind

- 2.3.4 Econcern heeft op 24 december 2007 een bedrag van € 5 miljoen aan ATO voldaan in het kader van de verwerving van aandelen in Darwind.¹⁶ Dit bedrag is ten laste gekomen van de gelden die in het kader van de ING-Faciliteit aan Econcern ter beschikking zijn gesteld.

Acquisitie deelbelang BMCH

- 2.3.5 Econcern heeft in 2007 uit de ING-Faciliteit voor een bedrag ad € 3,5 miljoen gelden gestort ter verkrijging van aandelen BMCH ter uitbreiding van de reeds aangehouden kapitaalbelangen in die onderneming.

Acquisitie deelbelang Scira

- 2.3.6 In 2007 heeft Econcern haar kapitaalbelang in Scira uitgebreid door verwerving van een aanvullend aandelenpakket in Scira. Het hiermee gemoeide bedrag bedroeg € 6,5 miljoen. Deze acquisitie werd gefinancierd vanuit de beschikbare ING-Faciliteit.

¹⁶ Hoofdstuk 17 (Darwind).

Vervreemding Solland

- 2.3.7 In 2007 heeft Econcern het door haar aangehouden kapitaalbelang in Solland vervreemd aan een externe partij voor circa € 24 miljoen. De hiermee gegeneerde inkomende kasstroom is enerzijds verwerkt via de mutaties in de financiële vaste activa (gelijk aan de boekwaarde van Solland van € 14 miljoen) en anderzijds via de gerealiseerde boekwinsten ("other revenues" voor een bedrag van € 11 miljoen) in de winst- en verliesrekening 2007.

Wijziging consolidatiekring 2007

- 2.3.8 Door de verkoop in oktober 2007 van 68% van de door Econcern aangehouden aandelen in Koegorspolder (tot die transactie was Econcern enig aandeelhouder), zijn de door Econcern verstrekte leningen aan Koegorspolder verantwoord onder de financiële vaste activa ("loans to participations") in de geconsolideerde jaarrekening 2007 van Econcern. Hierdoor is deze post in de jaarrekening met circa € 5 miljoen gemuteerd. Dit betreft slechts een administratieve verschuiving als gevolg van de wijziging in consolidatiekring en heeft derhalve in 2007 niet tot een kasuitstroom binnen Econcern geleid.

Verwerking ruilwinst Sol Holding

- 2.3.9 In de voorgaande alinea is een non-cash item beschreven dat via de mutatie in de financiële vaste activa als uitgaande kasstroom 2007 in het geconsolideerde kasstroomoverzicht 2007 van Econcern is verwerkt. Het betreft met name de in hoofdstuk 3 (Verslaggeving) beschreven ruilwinst Sol Holding. In dat hoofdstuk is geconcludeerd dat dit een onterechte

verwerkingswijze is geweest, waarbij Econcern haar resultaat over 2007 met € 37,5 miljoen te hoog heeft weergegeven. Afgeleid hiervan is deze post ten onrechte als een uitgaande kasstroom in het geconsolideerde kasstroomoverzicht 2007 gepresenteerd. Zoals gesteld betreft dit een non-cash item en heeft dit derhalve niet tot een kasuitstroom in 2007 geleid voor Econcern.

2.4 Conversie converteerbare lening december 2007

2.4.1 In december 2007 zijn in verband met de conversie van de door SHV verstrekte achtergestelde lening in aandelenkapitaal, werknemers van Econcern die certificaten van aandelen Econcern aanhielden, uitgekocht voor een bedrag van circa € 30 miljoen. Een aantal van de certificaathouders heeft niet voor contante afrekening gekozen, maar heeft de uitkoopsom in de vorm van een lening aan Econcern omgezet. Het overgrote deel van de certificaathouders is echter in december 2007 contant uitbetaald, hetgeen een kasuitstroom ad € 28 miljoen met zich meebracht. Dit bedrag is ten laste gekomen van de gelden die in het kader van de ING-Faciliteit aan Econcern ter beschikking zijn gesteld.

3. Kasstromen 2008

3.1 Inleiding

3.1.1 In aanvulling op de reeds in 2007 verkregen ING-Faciliteit ad € 150 miljoen, heeft Econcern in mei 2008 aanvullend eigen vermogen aangetrokken.

- 3.1.2 In 2008 heeft Econcern voor een bedrag van € 254 miljoen in de vorm van aandelenkapitaal, agio en achtergestelde aandeelhoudersleningen verantwoord in haar concept-jaarrekening 2008. Het bedrag van € 254 miljoen is een resultante van (i) enerzijds het door aandeelhouders ingebracht kapitaal van € 265 miljoen en (ii) anderzijds de daarop direct via het eigen vermogen in mindering gebrachte kosten ad € 11 miljoen verband houdende met de Sustain financiering.
- 3.1.3 In hoofdstuk 5 (Financiering Algemeen) is beschreven dat van de eigen vermogensstortingen € 25 miljoen betrekking had op stortingen in natura op zogenaamde phantom shares, verstrekt aan Hamm en Van der Vight. De conclusie luidt dat dit niet tot een kasinstroom bij Econcern heeft geleid. Derhalve heeft Econcern door middel van eigen vermogensstortingen in 2008 voor € 229 miljoen aan daadwerkelijk te besteden kasmiddelen aangetrokken.
- 3.1.4 Uit de tabel die hiervoor is opgenomen in § 1.4 blijkt dat Econcern de in de voorgaande alinea beschreven kasopbrengsten ad € 229 miljoen uit hoofde van de in mei 2008 aangetrokken financieringen alsmede het resterende bedrag dat uit hoofde van de ING-Faciliteit aan Econcern ter beschikking is gesteld, ultimo 2008 vrijwel geheel had besteed. In hoofdstuk 7 (Analyse Financiële Projecties BP 2008 –2012) is geconcludeerd dat de in mei 2008 aangetrokken aandeelhoudersfinancieringen onvoldoende waren om de in het BP 2008 – 2012 geprojecteerde ambities te realiseren. Tevens zijn de aangetrokken aandeelhoudersfinancieringen in mei 2008 aangewend om de ten opzichte van het BP 2008 – 2012 tegenvallende ontwikkelingen in de kasstromen 2007 te financieren.

3.1.5 Uit de tabel in § 1.4 blijkt dat in 2008 aangetrokken kasmiddelen ad € 229 miljoen uit de aandeelhoudersfinancieringen van mei 2008 met name zijn aangewend voor:

- I. Financiering van de zwaar negatieve operationele resultaten over 2008, blijkend uit een negatieve EBITDA ad € 115 miljoen; hier staat tegenover dat hierdoor een lagere financieringsbehoefte ad € 19 miljoen voor wat betreft het aangehouden netto-werkkapitaal bestond; een en ander leidde in 2008 per saldo tot een negatieve operationele kasstroom ad € 96 miljoen;
- II. Investerings tot een bedrag van € 135 miljoen. Als gevolg van de inbreng in natura ad € 25 miljoen ("non-cash") verband houdende met de hiervoor in § 3.1.3 beschreven phantom shares, bedroeg de met de investeringen in 2008 verband houdende negatieve kasstroom € 110 miljoen. Onder andere ter financiering van deze investeringen heeft Econcern in 2008 – naast de hierboven genoemde aandeelhoudersfinancieringen ad € 229 miljoen – nog voor een bedrag van € 15 miljoen aan overige langlopende financieringen aangetrokken. De investeringen worden hierna in § 3.3 toegelicht.

3.2 Negatieve operationele kasstroom 2008

3.2.1 Uit de in § 1.4 opgenomen tabel blijkt dat Econcern over 2008 een negatieve EBITDA (verlies) van € 115 miljoen heeft gerealiseerd. De door de diverse divisies gerealiseerde brutomarge ad € 41 miljoen was volstrekt onvoldoende om de operationele kosten ad € 143 miljoen van Econcern te dekken, waarbij

rekening dient te worden gehouden met een bedrag van € 13 miljoen aan overige EBITDA componenten.

3.2.2 De negatieve EBITDA 2008 kan ruwweg als volgt worden onderverdeeld:

Econcern	
EBITDA 2008	
Bedragen x € 1 miljoen	
Econcern NV (holding)	-26
Ecostream	-22
BMCH	-14
Econcern Power Assets Internat.	-11
Darwind	-10
Terra Nova	-5
Evelop France	-4
Ecofys	-3
Piscadera	-3
Overige	-17
	<u>-115</u>

3.2.3 Bovengenoemde fors negatieve EBITDA, tezamen met de mutaties gedurende 2008 in het netto werkkapitaal (zie I en II in § 3.1.5), hebben tot een kasuitstroom ten gevolge van operationele kasstromen over 2008 van € 96 miljoen geleid.

3.2.4 In de mutaties in het netto werkkapitaal gedurende 2008 zijn onder meer de volgende posten verwerkt:

- Econcern heeft in 2008 een bedrag van € 13 miljoen in Belwind geïnvesteerd;¹⁷
- Voorts heeft Econcern in 2008 een bedrag van € 22 miljoen in Ecopower Bonaire B.V. geïnvesteerd (€ 12 miljoen WIP en € 10 miljoen

¹⁷ Hoofdstuk 13 (Belwind).

ten aanzien van advanced payments die zijn geboekt als current assets);¹⁸

- Daarnaast zijn diverse onderhandenwerk posities in 2008 afgewaardeerd ten laste van het resultaat 2008, hetgeen tot een verminderd geïnvesteerd bedrag in de onderhandenwerk positie van Econcern ultimo 2008 heeft geleid.

3.2.5 De negatieve operationele kasstromen ad € 96 miljoen zijn ten laste gekomen van de aan Econcern in het kader van de aandeelhoudersfinanciering ter beschikking gestelde gelden.

3.3 Investerings 2008

3.3.1 De investeringen in 2008 van € 135 miljoen hebben betrekking op de volgende componenten:

Investerings in immateriële vaste activa	50 miljoen
Investerings in materiële vaste activa	54 miljoen
Verstrekke lenings aan niet geconsolideerde deelnemings	43 miljoen
Overige	-12 miljoen
	<u>135 miljoen</u>

Investerings in immateriële vaste activa 2008

3.3.2 De investeringen gedurende 2008 in immateriële vaste activa betreffen:

- I. de geactiveerde goodwill voor Duracar en BMCH ten bedrage van € 25 miljoen bij de hiervoor in § 3.1.3 aangehaalde inbreng in natura op de

¹⁸ Hoofdstuk 6 (Projectfinanciering en Aansprakelijkheid).

phantom shares. Zoals aangegeven heeft dit niet tot een kasuitstroom geleid voor Econcern;

- II. de geactiveerde goodwill ad € 16 miljoen inzake de inbreng van de aandelen Darwind in Wind Holding. In hoofdstuk 17 (Darwind) is geconcludeerd dat dit niet tot kasstromen heeft geleid in 2008 (noch uitgaand noch inkomend);
- III. geactiveerde ontwikkelingskosten bij Darwind ad € 9 miljoen. Deze kosten zijn door Econcern gefinancierd vanuit de ter beschikking staande ING-Faciliteit en de door aandeelhouders in 2008 verstrekte financieringen.

Investerings in materiële vaste activa 2008

- 3.3.3 De investeringen gedurende 2008 in materiële vaste activa betreffen met name investeringen in (project-)equipment ten behoeve van de in de geconsolideerde jaarrekening 2008 van Econcern verantwoorde ondernemingen Afrikahaven, Los Cabezos en My Solar Servicios. Deze investeringen zijn nagenoeg geheel gefinancierd door middel van separate hiertoe afgesloten projectfinancieringen. Het bedrag ad € 54 miljoen is derhalve niet ten laste gekomen van de aan Econcern in het kader van de ING-Faciliteit dan wel de aandeelhoudersfinanciering ter beschikking gestelde gelden.

Verstrekte leningen aan niet-geconsolideerde deelnemingen

- 3.3.4 De in 2008 verstrekte leningen aan niet-geconsolideerde deelnemingen betreffen door Econcern verstrekte financieringen aan de volgende vennootschappen:

BMCH	19 miljoen ¹⁹
Sol Holding	21 miljoen ²⁰
Duracar	<u>3 miljoen²¹</u>
	<u>43 miljoen</u>

3.3.5 Deze leningen zijn geheel vanuit de aan Econcern in het kader van de ING-Faciliteit dan wel de aandeelhoudersfinanciering ter beschikking gestelde gelden gefinancierd.

Overige

3.3.6 De als “overige” in de tabel met investeringen opgenomen post ad –/– € 12 miljoen (§ 3.3.1) heeft onder andere betrekking op de bij de verkoop van Scira ontvangen aflossingen op de aan die vennootschap door Econcern uitgeleende bedragen.

4. Kasstromen 2009

4.1 De kasstromen in 2009 tot aan datum surseance kunnen worden ontleend aan de administratie van Econcern en bedroegen circa € 20 miljoen negatief. Ruwweg kunnen de kasstromen tot en met mei 2009 (rond datum surseance) als volgt worden samengevat:

- Negatieve operationele kasstroom als gevolg van fors negatieve bedrijfsresultaten ter grootte van circa € 40 miljoen. De gerealiseerde

¹⁹ Hoofdstuk 19 (BMCH).

²⁰ Hoofdstuk 6 (Projectfinanciering en Aansprakelijkheid).

²¹ Hoofdstuk 6 (Projectfinanciering en Aansprakelijkheid).

brutomarge over de periode januari tot en met mei 2009 bedroeg circa € 20 miljoen, terwijl de operationele kosten ("OPEX") circa € 60 miljoen bedroegen;

- Hier stond tegenover dat door een fors lager activiteitsniveau (met name bij Ecostream en Evelop) een positieve kasstroom van circa € 20 miljoen als gevolg van het lagere kapitaalbeslag in netto-werkkapitaal is gerealiseerd;

De netto-werkkapitaalpositie is qua kasstroom positief beïnvloed door de lagere debiteuren- en voorraadpositie en de lagere crediteurenpositie. Daarentegen is het in onderhanden projecten (WIP) geïnvesteerde bedrag in de periode januari tot en met mei 2009 toegenomen. Van deze toename is € 17 miljoen toe te wijzen aan in 2009 nog geïnvesteerde bedragen in (WIP) project Belwind en circa € 6 miljoen aan het project in Bonaire;

- Bestede ontwikkelingskosten voor circa € 6 miljoen (waarvan € 4 miljoen bij Darwind);
- Geïnvesteerd in materiële vaste activa voor circa € 11 miljoen (waarvan € 7 miljoen in Windpark Logistiekweg, die nagenoeg geheel gefinancierd is bij ASN);
- Door Econcern verstrekte leningen aan niet-geconsolideerde deelnemingen voor circa € 5 miljoen (€ 4 miljoen aan BMCH en € 1 miljoen aan PetroEstry);

- Door Financial Close van met name project Bonaire, is er in het voorjaar van 2009 nog circa € 19 miljoen aan projectfinanciering verkregen.

5. Conclusie

- 5.1 Hiervoor is beschreven dat Econcern over boekjaren 2007 en 2008, alsmede over de periode januari tot en met mei 2009 fors negatieve bedrijfsresultaten heeft gerealiseerd. Deze negatieve bedrijfsresultaten hebben tot grote uitgaande kasstromen geleid.
- 5.2 Daarnaast zijn er door Econcern grote bedragen in individuele projecten en ondernemingen geïnvesteerd. Deze investeringen zijn deels gefinancierd met de gelden die Econcern heeft aangetrokken door middel van de ING-Faciliteit en de in mei 2008 aangetrokken aandeelhoudersfinancieringen. Deze financieringen waren in principe niet aangetrokken om individuele projecten en ondernemingen te financieren. Immers, Econcern ging ervan uit dat deze projecten op basis van het non-recourse karakter zouden worden gefinancierd.
- 5.3 Ten aanzien van de kasstromen over 2007, 2008 en 2009 (tot aan datum surseance), worden in onderstaande tabel een aantal in het oog springende allocaties van kasstromen naar individuele ondernemingen en projecten samengevat:

Econcern	
Kasstroken 2007/2008/2009	
Bedragen x € 1 miljoen	
Econcern NV (holding; operationele kasstromen)	-36
Econcern NV; uitkoop certificaathouders	-28
Ecostream	-44
BMCH	-28
Belwind	-33
SOL Holding	-30
Scira	-11
Econcern Power Assets Internat.	-11
Darwind	-10
Bonaire	-9
Godewind	-9
Nordex	-7
Terra Nova	-5
Evelop France	-4
Ecofys	-3
Piscadera	-3
	<u>-271</u>

In bovenstaande tabel zijn samengevat de diverse kasstromen naar onderhanden werken en verstrekte leningen aan de genoemde projecten, alsmede uitgaande kasstromen op het niveau van Econcern Holding en Ecofys. Naast deze uitgaande kasstromen hebben negatieve operationele kasstromen (de gerealiseerde verliezen en mutaties diverse werkkapitaal componenten) en kasstromen uit andersoortige investeringsactiviteiten gezorgd voor de totale kasstroom zoals hiervoor omschreven.

1. Inleiding

- 1.1 Bij een onderneming die een sterke groei zoals Econcern doormaakt, is van groot belang dat de interne organisatie, de administratieve controle en het risk management als adequaat kunnen worden bestempeld. In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de werkwijze van de RvB, de RvC en de Audit Committee. Eveneens zal aandacht worden besteed aan de governance binnen Evelop en het algemene risk management, het risk management met betrekking tot de diverse projecten en aan de positie van diverse betrokkenen binnen Econcern.

2. Samenstelling RvB en RvC

- 2.1 De RvB van Econcern bestond in de periode 2006 tot en met 2008 uit Van Wijk (voorzitter), Van der Leun en Berkhout. Epskamp is met ingang van 1 november 2008 toegetreden tot de RvB van Econcern. Met ingang van 1 januari 2009 is Berkhout teruggetreden als lid van de RvB. Op 18 maart 2009 is Van Steijn als interim bestuurder ingeschreven in de Kamer van Koophandel. Van Wijk heeft eind maart 2009 zijn werkzaamheden beëindigd.
- 2.2 In mei 2006 is de samenstelling van de RvC gewijzigd. Zijlstra was voorzitter. De overige leden waren per mei 2006 Bruneau, Van Klink (beiden afkomstig van SHV), Blok en Spruijtenburg. In 2007 is de samenstelling van de RvC niet gewijzigd. In verband met de uitbreiding van de participatie van SHV en de toetreding van Delta Lloyd en Rabobank, zijn op 17 juli 2008 Van Halderen, Heemskerk, Nanninga, Nijpels, Saris en Zegering Hadders toegetreden als

commissarissen onder gelijktijdig aftreden van Blok, Van Klink, Zijlstra en Spruijtenburg. Ultimo 2008 bestond de RvC derhalve uit Bruneau, Van Halderen, Heemskerk, Nanninga, Nijpels, Saris en Zegering Hadders.

2.3 Ten aanzien van Heemskerk wordt nog opgemerkt dat hij van de elf RvC vergaderingen die hebben plaatsgevonden in de periode waarin hij als commissaris was aangesteld, er drie heeft bijgewoond. Tijdens de vergaderingen waar Heemskerk afwezig was, was Van Engelen (werkzaam bij Rabobank) als 'guest' aanwezig. Voorts was Van de Wall namens Mondriaan (de joint venture van Rabobank en Delta Lloyd) als observer aanwezig. Curatoren hebben aan de hand van stukken niet kunnen vaststellen dat – overeenkomstig hetgeen bepaald is in artikel III.1.5 van de Nederlandse corporate governance code – Heemskerk is aangesproken op het feit dat hij frequent afwezig was bij de vergaderingen van de RvC. In zijn commentaar op het concept-rapport heeft Van Halderen aangegeven dat hij als voorzitter van de RvC Heemskerk hierop heeft aangesproken en hem heeft verzocht de vergaderingen bij te wonen. Heemskerk heeft in maart 2009 aan Van Halderen medegedeeld niet bij de vergadering aanwezig te zullen zijn vanwege een conflict of interest aan de kant van Rabobank (Rabobank was financier en aandeelhouder van Econcern en Heemskerk was bestuursvoorzitter van Rabobank en commissaris van Econcern). De overige commissarissen hebben dat toen geaccepteerd, aldus van Halderen.

2.4 Het is de vraag of Heemskerk aldus heeft kunnen voldoen aan zijn verplichting om toezicht te houden op het beleid van de RvB en op de algemene gang van zaken binnen Econcern (een en ander overeenkomstig artikel III.1 van de hiervoor genoemde code). Zulks klemmt te meer nu Heemskerk was aangesteld in een periode waarin de ontwikkelingen bij

Econcern in ieder geval zorgelijk waren te noemen. Het sturen van louter een observer, ook al was dit conform de aandeelhoudersovereenkomst mogelijk, past niet in de toezichthoudende taak van de commissaris, zoals die in de wet is geregeld. Een commissaris kan zich niet simpelweg door een observer laten vervangen. Hierin voorziet de wet niet.

3. Audit Committee 2008 en 2009

- 3.1 In het kader van de aandeelhoudersovereenkomst die naar aanleiding van de participatie van Rabobank, SHV en Delta Lloyd in Econcern in mei 2008 is gesloten, is besloten tot het instellen van een Audit Committee, die deel uitmaakte van de RvC. In de vergadering van de RvC d.d. 1 september 2008 heeft de RvC de benoeming van de leden van de Audit Committee goedgekeurd. De Audit Committee bestond uit Bruneau, Heemskerk en Zegering Hadders, tevens commissaris van Econcern.

4. Functioneren RvB en RvC: algemeen

4.1 Inleiding

- 4.1.1 In het kader van het functioneren van de RvB, de RvC en de Audit Committee zijn de notulen van de vergaderingen van de RvB in de jaren 2006 tot en met 2009 (tot aan de datum van de surseance van betaling) bestudeerd.

4.2 Interne bepalingen ten aanzien van besluitvorming

- 4.2.1 De voor de RvC geldende regels zijn vastgelegd in een Supervisory Board Charter, dat door de RvC in een vergadering van 4 september 2006 is

vastgesteld. Bij het toetreden van SHV, Delta Lloyd en Rabobank in mei 2008 als nieuwe aandeelhouders en financiers is in de desbetreffende aandeelhoudersovereenkomst in artikel 12 een opsomming opgenomen van besluiten van de RvB waarvoor voorafgaande toestemming van de RvC nodig was. Ook is er een 'Econcern N.V. Regulations Management Board' opgesteld dat dateert van augustus 2008, dat grotendeels overeenstemde met de aandeelhoudersovereenkomst.

4.3 Vergaderingen en notulen RvB en RvC

- 4.3.1 De notulen van de vergaderingen van de RvB over de periode van 2 januari tot en met 8 mei 2006 vermelden de besproken onderwerpen met een summiere toelichting. Vanaf 26 mei 2006 beschikte de RvB kennelijk niet meer over een notulist, hetgeen blijkt uit het feit dat vanaf die datum de inhoud van de notulen aanzienlijk is beperkt. Vanaf dat moment bevatten de notulen in feite alleen een lijst van de punten die zijn besproken. Een toelichting ten aanzien van de besproken onderwerpen en ten aanzien van de genomen besluiten werd in die periode niet, althans zeer summier, in de notulen vermeld.
- 4.3.2 Uit de notulen van de RvB blijkt dat in 2006 vrijwel niet is gesproken over de interne controle, administratieve organisatie en risk management. Dat geldt eveneens voor het jaar 2007. Wel kwam in de vergadering van 29 mei 2006 aan de orde dat een 'financial director' zou worden aangetrokken.
- 4.3.3 De notulen van de vergaderingen van de RvB in het jaar 2007 zijn ook summier. Uit de notulen blijkt wel dat de status van de projecten is besproken, maar in de notulen zijn slechts een paar woorden aan die projecten gewijd. Een uiteenzetting over de stand van zaken, de planning van

de projecten en of deze zich ontwikkelden conform deze planning is in de notulen niet terug te vinden. Evenmin blijkt uit de notulen dat in de vergaderingen van de RvB aandacht is besteed aan de ontwikkeling van de administratieve organisatie en bijbehorende interne controle. Het lijkt erop dat deze onderwerpen door de RvB in dat jaar niet als prioriteit werden gezien, althans dat deze onderwerpen niet tijdens de RvB vergaderingen werden besproken.

- 4.3.4 Uit de notulen over de periode van 1 januari 2008 tot en met 3 maart 2008 komt hetzelfde beeld naar voren. Binnen de RvB werd niet inhoudelijk gesproken over de diverse projecten en door Econcern aangehouden kapitaalsbelangen. Het is dus niet mogelijk om aan de hand van de notulen vast te stellen op grond van welke overwegingen de RvB bepaalde besluiten in de betreffende periode heeft genomen.
- 4.3.5 Na het aantrekken van de financiering in het kader van het BP 2008 – 2012 in mei 2008 is de kwaliteit van de notulen van de vergaderingen van de RvB aanzienlijk verbeterd; deze werden uitgebreider en voorzien van een besluiten- en actielijst. Inmiddels was Bijl in februari/maart 2008 aangetreden als Group Legal Manager RvB. Volgens Bijl werd er niet echt inhoudelijk vergaderd binnen de RvB. In de periode van juni tot november 2008 werd door de RvB met name de cashflow doorgenomen en die was sturend voor de beslissingen en strategische overwegingen. Volgens Bijl vond er in de RvB vergaderingen geen gedegen risicoanalyse plaats van de verschillende projecten. Dit werd volgens hem anders met de komst van Epskamp in november 2008.

- 4.3.6 De door Bijl opgestelde notulen van de vergaderingen over de periode vanaf 16 juni 2008 vermelden onder meer onderwerpen die samenhangen met de interne controle en administratieve organisatie.
- 4.3.7 Het hiervoor geschetste beeld van de vergaderingen van de RvB die vanaf 16 juni 2008 plaatsvonden, is in 2009 niet gewijzigd. De notulen vermelden regelmatig – hoewel niet ten aanzien van elke vergadering – dat is gesproken over (de ontwikkelingen van) de cash flow, het budget, de stand van zaken ten aanzien van de diverse financiers en leningen en projecten. Er werd in de loop van 2009 steeds minder gesproken over de interne organisatie en risk management en steeds meer over de mogelijkheden tot het verkrijgen van (her-)financiering, hetgeen gezien de situatie waarin Econcern zich op dat moment bevond niet onbegrijpelijk is.
- 4.3.8 Voor de vergaderingen van de RvC geldt dat hiervan eveneens notulen werden gemaakt. Deze waren voorzien van diverse bijlagen waarin nader werd ingegaan op de diverse projecten. De notulen van de vergaderingen van de RvC zijn uitgebreider dan de notulen van de vergaderingen van de RvB. Wel is het zo dat de RvC op een aantal punten door de RvB niet, of niet volledig, werd geïnformeerd, waarover hierna meer.

5. Functioneren RvB en RvC: Interne controle en administratieve organisatie

- 5.1 Uit de notulen van de RvB en de RvC over de jaren 2006 tot en met 2009 blijkt dat tijdens de vergaderingen van de RvC in 2008 voor het eerst een aantal aspecten van interne controle, administratieve organisatie en governance aan de orde is geweest. Bijl heeft verklaard dat de nieuwe RvC,

die voor het eerst op 1 september 2008 vergaderd heeft, inhoudelijk en kritisch overlegde met de RvB.

- 5.2 In een vergadering van de RvC d.d. 24 januari 2008 werd aangegeven dat de RvC had vastgesteld dat de uitwisseling van informatie traag was.
- 5.3 In de vergadering van de RvC d.d. 1 september 2008 (de eerste vergadering in de nieuwe samenstelling) heeft Van der Leun medegedeeld dat het moeilijk was om *‘accurate estimates of the completion dates of Econcern’s projects’* te geven.
- 5.4 De notulen van de vergadering van de Audit Committee geven een goed beeld van de kwaliteit van de interne organisatie, risk management en verslaglegging. Zo benoemde Epskamp in de vergadering van 15 december 2008 ten aanzien van die onderwerpen – samengevat – de volgende aspecten:
- *“A transformation of Econcern into a more professional, solid (financial) organization would be required;*
 - *The quality of divisional CFO’s was under discussion;*
 - *There was no close link between the finance function at corporate level and divisions;*
 - *There was insufficient management accounting focus and insufficient leveraging of divisional knowledge;*
 - *Regarding management information: much financial data were available, but only limited qualitative operational data. A shift from financial accounting to management accounting would be necessary;*
 - *Reporting to the Supervisory Board and Audit Committee on current risk levels and future risk issues was insufficient. PwC had recorded though findings in its management letter. There was no feasibility of*

risk quantification and key controls were ineffective and inefficient. A risk manager would be recruited, possibly as early as 1 February 2009;

- The current accounting principles were experienced as aggressive. There was a weak link between revenue and cash;*
- Management decisions were often driven by accounting.”*

5.5 Epskamp was aldus bijzonder kritisch over de interne organisatie, de verslaggeving en het risk management. De Audit Committee was kennelijk ook van mening dat betere budgetten moesten worden opgesteld om te voorkomen dat er zich ‘*surprises*’ zouden voordoen, zo blijkt uit de notulen van de Audit Committee d.d. 15 december 2008. Bovendien wenste de Audit Committee regelmatig een overzicht te ontvangen van de ontwikkelingen in de diverse projecten.

5.6 Ook PwC stelde vast dat de interne organisatie moest verbeteren. Het door PwC opgestelde Interim Client Service Report 2008 beschreef dat, in vergelijking met 2007, de kwaliteit van de “*financial reporting*” significant was verbeterd maar dat er nog verdere verbetering, met name op het gebied van “*reporting on cash management*”, noodzakelijk was. Bovendien diende de gehele documentatie ten aanzien van transacties en cash flow te worden verbeterd. Daarnaast diende in de management informatie ‘risk reporting’ te worden opgenomen.

6. Gang van zaken in 2009, ERM en Management Charter

6.1 Enterprise-wide Risk Management program (ERM)

6.1.1 Tijdens de vergadering van de Audit Committee d.d. 23 februari 2009 is aan de orde gekomen dat Econcern een “Enterprise-wide Risk Management program” wilde ontwikkelen met als doel het ontwikkelen van *“a common, systematic and transparant approach for identifying, classifying, analyzing and controlling risks in order to attain the organizations objectives.”*

6.1.2 Begin 2009 bestond bij Econcern kennelijk het besef dat maatregelen ten aanzien van het risk management noodzakelijk waren, maar vastgesteld kan worden dat dit inzicht te laat kwam.

6.2 Management Charter

6.2.1 In de notulen van de vergadering van de RvB d.d. 1 september 2008 kwam het management charter aan de orde:

“In connection with the pending implementation of the management charter for the business units the composition of the business units’ statutory boards is discussed. Commitment to and responsibility for the affairs of a business unit should be designated to a business unit’s board....”

6.2.2 In de administratie is voor Evelop, OneCarbon, Ecostream en Ecofys een ‘Charter Governing the managing board of a business unit’ aangetroffen. Het is niet bekend of deze charters ook daadwerkelijk in werking zijn getreden en of er uitvoering aan is gegeven. Na de vergadering van de RvB

van 1 september 2008 werd er door de RvB in ieder geval niet meer op teruggekomen. Kennelijk bestond binnen Econcern het besef dat er ten aanzien van het risk management op business unit niveau maatregelen genomen moesten worden. Ook dit inzicht kwam te laat omdat de beslissingen ten aanzien van het merendeel van de investeringen in de diverse projecten reeds genomen waren.

7. Governance: Evelop

7.1 Inleiding

7.1.1 In de businessunit Evelop werden diverse projecten ontwikkeld; het betrof onder meer Q7, Belwind, Koegorspolder, Afrikahaven, SWAC, Piscadera en Gode Wind. Met deze projecten waren grote bedragen gemoeid. Om die reden zal in het navolgende nog specifiek aandacht besteed worden aan de gang van zaken omtrent het risk management en bestuur van Evelop. Er is in dat kader onder meer gesproken met Steen. Hij was vanaf november 2007 werkzaam bij Econcern als controller van Evelop.

7.1.2 Econcern hanteerde Decision Gates ('DG') waarbij projecten fasegewijs gemonitord werden. Deze DG's kunnen als volgt worden samengevat:

"Different stages can be distinguished during the development of a project. Each stage is ended with a formal approval by the Evelop board and or Econcern board (decision gate; DG—DG3).

Main characteristics for each DG are:

DG0: this is the starting point where initial investigations start and business leads are identified and translated to business cases. All cost are expensed as incurred and charged to the P&L.

DG1: based on DG0 output, an approved business case is available with an approved budget. All costs during this period are capitalized.

DG2: In this phase, all permits are in place, lease land and other concessions and grid connection are in place.

DG3: Financial close and sell down of shares. All contracts and financing is in place and agreements with possible investors are made. After this period the actual construction starts. When the construction phase is completed, the project is transferred to the operations and maintenance sub-division in Evelop group after a formal acceptance procedure.

As per the end of each DG, the risk in the project reduces since there is less uncertainty, and consequently the NPV of the discounted cash flow of this cash flow generating entity increases. (The discounting % is reduced per phase). Furthermore, this value is verifiable with external market values."

- 7.1.3 Binnen Evelop werden deze DG stadia ook gehanteerd om de stand van zaken van een project vast te stellen.

7.2 Management Team Evelop

- 7.2.1 Het management team van Evelop bestond met ingang van 1 februari 2007 uit Lange (voorzitter) en Roos. Vanaf juni 2008 vergaderde het management team van Evelop maandelijks over de lopende (ontwikkel-, bouw-, operational) projecten. De verslagen werden niet verspreid binnen de onderneming. Op verzoek van Steen is hij met ingang van 31 juli 2008

toegevoegd als secretaris van het Project Review Overleg. Het management team van Evelop heeft dat initiatief gesteund omdat het projectvoorstel voor Ecopower Bonaire reeds drie keer door Berkhout was afgewezen. Het hierna te benoemen Risk Assessment Committee leverde stukken aan het Project Review Overleg, die projecten analyseerde.

- 7.2.2 Van de vergaderingen van het Project Review Overleg werden notulen gemaakt. Uit de notulen van de vergaderingen van de RvB blijkt niet dat de notulen van de vergadering van het Project Review Overleg tijdens de RvB vergadering werden besproken. Wel is het zo dat Berkhout van vrijwel alle notulen een kopie kreeg. Een enkele keer ontving Van Wijk ook kopieën van de notulen. Bijl heeft bevestigd dat in de RvB vergaderingen geen inhoudelijke discussies over de projecten plaatsvond en dat deze altijd buiten de formele RvB vergaderingen werden afgekaart. Bijl heeft daarover verklaard: *“Op de vraag hoe projecten vanuit de organisatie werden aangeleverd antwoordt Bijl dat het afkaarten van projecten altijd geschiedde buiten de formele RvB vergadering om. Er vonden nooit inhoudelijke discussies binnen de vergadering van de RvB plaats. In de RvB werd wel besloten of een project naar de volgende fase van ontwikkeling kon (bij Evelop: de zogenaamde “DG” fases). De discussie daarover werd door Berkhout voorgekookt. In feite werd alles voorgekookt aan de RvB voorgelegd.”*

7.3 Risk Assessment Committee ('RAC')

- 7.3.1 Op 5 mei 2008 kwam het Evelop RAC voor het eerst bijeen. Uit een conceptnotitie van Steen d.d. 9 mei 2008 blijkt dat het doel van die bijeenkomst was om de rol van de Risk Assessment Committee ('RAC') te bekijken.

7.3.2 De RAC bestond uit Hawkins, Oosterhaven, Jongste en Steen. De RAC omschreef haar rol in de hiervoor genoemde notitie van 9 mei 2008 als volgt:

“Our advise is that all projects are to be assessed for risks, before management decides on the start of the negotiation about contracts. In that way the decision to start contracting is made in full awareness of any risks involved in the project.

Ideally this risk assessment is to be prepared for management by professionals with all the necessary skills needed to assess the risks in the project. In our opinion, the group as assembled lacks the skills to assess the power price forecast in the proposal. We have no specialist knowledge in our group on government policy regarding the subsidies involved. Also, for the assessment of risk in future DG2 proposals for Real Estate and Energy Infra projects, the group lacks the technical skill.”

7.3.3 Nadat de RAC een positief advies had gegeven over een project en het project daarna een positieve beoordeling had gekregen van het management team van Evelop (tijdens de bespreking van het desbetreffende project in het Project Review overleg), werd het project ter goedkeuring voorgelegd aan de RvB.

7.3.4 De RAC werd ingesteld om het moment dat Econcern in feite de meest belangrijke beslissingen ten aanzien van haar investeringen in (Evelop) projecten al had genomen en in dat kader reeds diverse verplichtingen was aangegaan.

7.4 Management meetings en maandrapportages Evelop

- 7.4.1 In de administratie zijn maandrapportages van Evelop over de periode april 2008 tot en met maart 2009 aangetroffen (met uitzondering van de rapportages over de maanden juli 2008 en februari 2009 – die zijn niet beschikbaar). Deze geven ten aanzien van Evelop een goed beeld van de ontwikkelingen binnen deze divisie in deze periode. Uit deze rapportages was voor de RvB goed zichtbaar dat de ontwikkelingen van Evelop achterliepen op de prognoses, zowel qua planning, omzet en aangegane verplichtingen.
- 7.4.2 Eveneens blijkt uit die maandrapportages dat in bepaalde gevallen niet duidelijk was welke verplichtingen waren aangegaan (bijvoorbeeld ten opzichte van Van Oord).¹ Vermeld wordt dat uit de Evelop maandrapportage van september 2008 blijkt dat voor de RvB van Evelop in elk geval niet inzichtelijk was welke bedragen Econcern in Evelop had geïnvesteerd:

“The shareholders equity has changed every month since the start 2008. This is not because of any activity in dividends or equity contributions, but relates to changes in consolidation. There is no tracking system available to control these changes, and manual control was so far unsuccessful. Until this issue is solved, no cash flow overview for Evelop can be generated. A rough estimate is that EUR 59 mln was drawn from Econcern since the beginning of 2008.”

¹ Ten aanzien van de positie van Van Oord is opgemerkt: *“The Van Oord amount reflects obligations signed by Van Oord with subcontractors after approval from Evelop. These obligations are reflected in our balance sheet. The presented amount is based on a signed (Evelop and Van Oord) statement per September 2008. Despite many requests management were not able to retrieve an updated statement.”* Kennelijk kon het management van Evelop op dat moment geen overzicht geven van de aan Van Oord verschuldigde bedragen.

In de Evelop maandrapportage van oktober 2008 is een bedrag van € 61 miljoen genoemd als zijnde verstrekt door Econcern sinds begin 2008. Volgens een maandrapportage van december 2008 zou dat een bedrag van € 32,9 miljoen zijn.

7.5 Conclusie

7.5.1 De conclusie is dat bij het management team van Evelop in ieder geval vanaf april 2008 overzichtelijke informatie beschikbaar was en dat er een vrij gedetailleerd beeld was van de stand van zaken ten aanzien van de verschillende projecten. Er was ook bekend welke projecten vertraging opliepen en welke (financiële) gevolgen dat met zich meebracht. Uit de maandrapportages blijkt wel dat ten aanzien van de hoogte van bepaalde posten geen goed overzicht beschikbaar was. In combinatie met de hiervoor besproken rapportages van de RAC en het Project Review Overleg, wordt geconcludeerd dat er vanuit de organisatie een heldere analyse van de risico's was van een aantal projecten. Eveneens was bekend op welke wijze de betreffende projecten zich ontwikkelden en was er zicht op de financiële performance van Evelop.

7.5.2 De vraag die vervolgens kan worden gesteld is of de RvB van Econcern deze concrete informatie besprak en maatregelen trof om naar aanleiding van de ontwikkelingen op te treden. Indien dat zo is, zouden de notulen van de RvB van Econcern op dat punt een beeld moeten kunnen geven.

7.5.3 Uit de notulen van de RvB over met name 2008 blijkt dat binnen de RvB wel is gesproken over de bij de projecten van Evelop opgetreden vertragingen.

Eveneens blijkt uit de notulen van de RvB d.d. 16 juni 2008 dat de personele bezetting bij Evelop als problematisch werd ervaren.

7.5.5 Ondanks het feit dat de algemene conclusie is dat er ten aanzien van de diverse projecten van Evelop op het niveau van het RAC vanaf medio 2008 veel informatie beschikbaar was, blijkt dat de RvB van Evelop en vervolgens de RvB van Econcern deze informatie in een aantal gevallen naast zich neerlegde (bv. ten aanzien van Belwind).² Dat blijkt ook uit een interne notitie van de RvB van Evelop aan de RvB van Econcern d.d. 26 mei 2009. Daarin is het volgende geschreven:

“In the past weeks, the management of Evelop has recorded significant impairments of projects and noted several liabilities which were not fully documented or clearly recorded. Also a couple of transactions were identified in which the former CEO of Evelop was involved as a private person. Currently, Econcern is negotiating a settlement with the former Evelop CEO. In March, an in depth forensic investigation was recommended but apparently not carried out due to restructuring priorities (Michelle project).

Based on the preliminary findings, the management of Evelop decided to conduct an internal review of several projects with the assistance of Allen & Overy. The review has clarified the facts and liabilities on the major projects. The investigation in Evelop France after the management change, to be conducted by KPMG, was postponed on 8 May due to funding constraints.

However, evaluating the transactions and facts, the management of Evelop is of the opinion that certain projects carry the indication of unbusinesslike

² Hoofdstuk 13 (Belwind).

aspects. Amongst others, the Evelop management questions the transaction concerning Godewind, Koegorspolder, REC Afrikahaven-KDE, Terra Nova, SWAC and the framework agreement with Van Oord.”

Ten aanzien van een aantal van de hiervoor genoemde onderwerpen vindt momenteel nader onderzoek plaats.

8. Risk management: algemeen

8.1 Inleiding

8.1.1 Alvorens hierna in § 9 wordt ingegaan op een aantal aspecten van risk management ten aanzien van de diverse projecten waar Econcern in heeft geïnvesteerd, wordt in deze paragraaf aandacht besteed aan een aantal meer algemene aspecten van het risk management binnen Econcern.

8.2 Administratie

8.2.1 Eén van de zaken die opvalt is dat de administratie van Econcern uitermate complex was. Econcern kende een systeem waarbij voor de binnen Econcern bestaande Nederlandse werkmaatschappijen – met uitzondering van een aantal joint ventures (waaronder BMCH) – zelfstandige administraties per bedrijf werden gevoerd. Periodiek werd op basis van de administraties van de individuele werkmaatschappijen aan zowel de verantwoordelijke divisiecontrollers als aan de financieel directeur gerapporteerd.

8.2.2 Er was binnen Econcern sprake van een groot aantal vennootschappen die waren ondergebracht in diverse divisies. Daarnaast was er sprake van een

veelheid aan projecten met complexe juridische structuren. Deze projecten waren vanuit administratief oogpunt lastig te monitoren.

8.2.3 Door de complexiteit van de structuur en de hoeveelheid van vennootschappen was er sprake van trage informatievoorziening. Zo was het uitermate complex om de kasstromen in kaart te brengen. Het gevolg was dat er in feite geen goed zicht was op de totale werkkapitaal- en financieringspositie (hetgeen hierna zal worden toegelicht).

8.2.4 De complexiteit werd mede veroorzaakt door het feit dat veel grote ondernemingen (bijvoorbeeld Q7 (partieel), BMCH, Sol Holding en Darwind) niet werden meegeconsolideerd. Teneinde een goed beeld te krijgen van de financiële posities van deze ondernemingen, dienden de individuele administraties van deze ondernemingen te worden bestudeerd.

8.3 Financiering

8.3.1 Eén van de door Econcern gehanteerde uitgangspunten was dat de projecten op basis van non-recourse zouden worden gefinancierd (na financial close). Zo werd er in het BP 2008 – 2012 van uitgegaan dat bancaire projectfinancieringen tot een bedrag van € 5,1 miljard moesten zijn aangetrokken per ultimo 2012. Deze financieringen zouden door de projectvennootschappen zelf worden aangetrokken zonder dat sprake was van hoofdelijke aansprakelijkheid van andere Econcern vennootschappen. In hoofdstuk 6 (Projectfinanciering en Aansprakelijkheid) is uiteengezet dat dit non-recourse principe door Econcern ten aanzien van diverse projecten (waaronder Q7, Gode Wind, REC Afrikahaven, Windpark Distridam, BMCH en Belwind) is geschonden. Dit leidde ertoe dat Econcern – op het moment dat

de desbetreffende projectvennootschap haar verplichtingen niet of niet volledig nakwam – daarvoor kon worden aangesproken.

8.3.2 In het gesprek tussen curatoren en Van Engelen (namens Rabobank) is het vermeende non-recourse karakter aan de orde gekomen. Nadat Rabobank een belang in Econcern had genomen werd bij haar bekend dat diverse deelnemingen niet als stand-alone konden worden gekwalificeerd omdat er sprake was van garanties die waren afgegeven op holding niveau, aldus Van Engelen. Het was overigens niet zo dat deze garanties een groot probleem vormden. Rabobank vond het uiteraard niet prettig dat zij hierover niet voorafgaand aan haar participatie was geïnformeerd, maar zij was meer ontstemd over het feit dat het bestuur van Econcern ná haar participatie ook diverse garanties had afgegeven, zo heeft Van Engelen in het gesprek tegenover curatoren verklaard. Van Engelen heeft als voorbeeld genoemd de ten gunste van BMCH door Econcern afgegeven garanties. Rabobank was hierover voorafgaand aan haar participatie niet geïnformeerd. Na de participatie door Rabobank in mei 2008 (via het investeringsvehikel Mondriaan Ventures) heeft de RvB van Econcern nog diverse garanties afgegeven, waaronder de in december 2008 ten gunste van Van Oord in het kader van het project Belwind afgegeven garantie van € 28 miljoen en het take or pay contract inzake First Solar met een exposure voor Econcern van vele honderden miljoenen. Door het aangaan van deze garanties kon bijvoorbeeld Belwind niet worden gedesinvesteerd zonder dat dit aanzienlijke (financiële) gevolgen voor Econcern had.

8.3.3 In het commentaar op het concept-onderzoeksrapport dat curatoren op 10 oktober 2013 namens onder meer Rabobank heeft ontvangen is ten aanzien

van het non-recourse karakter door Rabobank aanvullend het volgende naar voren gebracht:

“Wat de financieringsbehoefte van Econcern betrof, verkeerden Rabobank en de andere aandeelhouders van Econcern echter in de veronderstelling dat projecten, in het bijzonder de projecten van Evelop, in beginsel op ‘non-recourse’ basis waren gefinancierd. Zie over dit non-recourse principe onder meer hoofdstuk 7, § 6.3.25, p. 331, waarin de volgende passage uit de notulen van de RvC-vergadering van 24 januari 2008 over projecten van Evelop wordt geciteerd: “All projects will be non-recoursed financed, so they will not have an impact on the Company’s cash-position.” Rabobank is pas later op de hoogte geraakt van het feit dat er bepaalde projecten waren die niet non-recourse gefinancierd waren, bijvoorbeeld omdat door Econcern bepaalde garanties waren verstrekt zoals bij BMCH het geval was. De hieruit voortvloeiende financiële verplichtingen voor Econcern waren dan ook niet voorzien in de berekende financieringsbehoefte in het kader van het project Sustain.

Juist het feit dat een groot aantal grote projecten van Econcern uiteindelijk niet op een non-recourse basis gefinancierd bleek te zijn heeft in niet geringe mate bijgedragen aan de latere financiële problemen van Econcern. Waren alle relevante projecten wel non-recourse gefinancierd geweest, dan waren de gevolgen van het ‘mislukken’ van een project enkel geweest dat het betreffende project naar nul afgewaardeerd zou moeten worden, waardoor onder de streep een (beperkt) verlies aan reeds gemaakt ontwikkelingskosten genomen zou moeten worden. In werkelijkheid bleek Econcern in het kader van bepaalde projecten (voor)financieringen op zich genomen te hebben die konden oplopen tot tientallen miljoenen zoals bij Belwind het geval was.”

- 8.3.4 Er is gebleken dat de in het kader van het BP 2008 – 2012 aangetrokken gelden onvoldoende waren voor de financiering van de ondernemingsactiviteiten van Econcern. In het BP 2008 – 2012 prognosticeerde Econcern een financieringsbehoefte van € 450 miljoen ultimo 2008 oplopend tot € 6,4 miljard ultimo 2012.
- 8.3.5 De financiële projecties in het BP 2008 – 2012 kunnen op tal van punten als irrealistisch worden bestempeld. Deze financiële projecties waren in veel gevallen irrealistisch voor wat betreft de gehanteerde groeiscenario's in relatie tot de algemene marktverwachtingen en in sommige gevallen in relatie tot het feit dat Econcern voor een aantal bedrijfsonderdelen zich nog in de start-up fase bevond en geen of nauwelijks track records kon overleggen. De in het kader van het BP 2008 – 2012 aangetrokken gelden waren al snel ontoereikend voor de uitvoering en exploitatie van de geprojecteerde plannen en projecten, terwijl de besteding van de gelden deels niet overeenkwam met de in het BP 2008 – 2012 genoemde bestemmingen. Het komt er in feite op neer dat Econcern in mei 2008 niet voldoende financiële middelen heeft aangetrokken om zowel de aanzienlijke achterstanden uit het verleden op te kunnen vangen alsmede haar toekomstige ondernemingsactiviteiten te kunnen financieren.
- 8.3.6 Het gevolg hiervan was dat binnen de RvB snel na het aantrekken van de financiering die was gebaseerd op het BP 2008 – 2012 al weer werd gesproken over de mogelijkheden tot herfinanciering terwijl tegelijkertijd ook werd gesproken over de acquisitie van Deerns voor een bedrag van meer dan € 40 miljoen. Doordat Econcern pas in een te laat stadium onderkende dat zij over te weinig liquiditeit kon beschikken – hetgeen bij het opstellen van het BP 2008 – 2012 en de daaruit voortvloeiende geprognosticeerde

liquiditeitsbehoefte reeds bekend had moeten zijn – kwam zij in de positie dat er onvoldoende ruimte meer was om maatregelen te nemen gecombineerd met een herziening of aanpassing van haar strategie. Het had voor de hand gelegen dat Econcern in het kader van een dergelijke herziening ook had beoordeeld welke projecten en/of projectvennootschappen konden worden afgestoten en met welke projecten/projectvennootschappen zij door zou gaan. Daarbij deed zich overigens de complicatie voor dat het afstoten van één of meer projectvennootschappen in bepaalde gevallen alsnog tot financiële gevolgen voor Econcern zou leiden in verband met het feit dat deze vennootschappen – in tegenstelling tot het uitgangspunt in het BP 2008 – 2012 – niet non-recourse waren gefinancierd.

8.4 Verslaggeving

- 8.4.1 In hoofdstuk 3 (Verslaggeving) is uiteengezet dat Econcern weliswaar haar waarderingsgrondslagen transparant uiteenzette, maar dat sprake was van agressieve financiële verslaggeving, die op essentiële onderdelen in strijd was met de door Econcern als haar verslaggevingsnorm weergegeven Dutch GAAP. De RvB van Econcern was van mening dat de ondernemingswaarde van Econcern onvoldoende tot uiting kwam in haar jaarrekeningen. Om die reden zijn op verzoek van de RvB diverse activa tegen fair value gewaardeerd met als gevolg dat de jaarverslaggeving van Econcern (primair een middel om verantwoording af te leggen aan de stakeholders) veel elementen bevat die in feite betrekking hebben op de waardering van de onderneming. Voor de achtergronden hieromtrent wordt verwezen naar hoofdstuk 3.

8.5 Human Resource

- 8.5.1 In de periode 2005 tot en met 2008 is het aantal binnen Econcern werkzame personen gegroeid van 315 naar 1.400. Per datum surseance waren daarvan circa 100 personen werkzaam op basis van een managementovereenkomst, hetgeen Epskamp bij zijn indiensttreding in november 2008 opvallend vond. In november 2008 werd intern binnen Econcern gesproken over een potentieel fiscaal risico van € 1,44 miljoen (exclusief rente en boetes).
- 8.5.2 De informatie ten aanzien van de managementovereenkomsten was ten tijde van het uitspreken van de surseance van betaling niet centraal geregistreerd en daardoor lastig te verkrijgen. De informatie die wel beschikbaar was, was niet up-to-date, incompleet en onjuist.
- 8.5.3 Een voordeel van dergelijke managementcontracten is dat deze in het algemeen een grote mate van flexibiliteit geven aan een organisatie. Dat geldt voor de overeenkomsten die waren aangegaan voor een periode van enkele maanden. Echter, een deel van de managementovereenkomsten was aangegaan voor aanzienlijk langere perioden, sommige zelfs voor jaren (waaronder met Berkhout en Lange).
- 8.5.4 Een groot nadeel van deze grote hoeveelheid managementovereenkomsten is echter dat in juridische zin veelal wel degelijk sprake was van een arbeidsverhouding.

9. Risk Management: projecten

9.1 Inleiding

9.1.1 In de periode 2006 tot en met 2008 is door Econcern aanzienlijk geïnvesteerd in diverse projecten. Ten aanzien van deze investeringen is beoordeeld op welke wijze de beslissing tot investeren is genomen en of de (eventueel) vereiste toestemming van de RvC en/of overige stakeholders is verkregen. Dat geldt ook ten aanzien van de beslissing van Econcern om aan de verschillende projectvennootschappen c.q. ten behoeve van de verschillende projecten gelden ter beschikking te stellen. Eveneens is geanalyseerd in hoeverre Econcern goed zicht had op haar risico's en welke maatregelen zij nam om die risico's zonodig te minimaliseren. Een en ander wordt hierna toegelicht.

9.2 Project Q7

9.2.1 De RvC is voor het eerst over dit project geïnformeerd in een vergadering van 7 oktober 2004. Volgens Berkhout zou het Project Q7 op 30 november 2004 al financial close bereiken. Berkhout heeft de RvC desverzocht laten weten dat het financiële risico van Econcern in feite nihil was, vanwege een non recourse financiering. Bij het niet bereiken van financial close zou het verlies van Econcern maximaal de salariskosten van een team van zeven à acht personen gedurende één maand bedragen. In een volgende RvC vergadering op 17 december 2004 heeft de RvB de RvC voorgehouden dat financial close van het Project Q7 in februari 2005 zou plaatsvinden. Verder zou uit het Project Q7 voor de aandeelhouders een jaarlijks vrij besteedbare cash flow ter

beschikking komen van € 10 miljoen. Een onderbouwing van deze prognoses is echter niet aangetroffen. Sterker nog, deze sloten in ieder geval niet aan bij de uitkomsten van het due diligence onderzoek.

9.2.2 De RvC is hiermee onjuist en onvolledig geïnformeerd. Financial close heeft ruim 1,5 jaar later dan de RvC was voorgehouden, in oktober 2006, plaatsgevonden. Voorts is de RvC bij gelegenheid van genoemde vergaderingen niet op de hoogte gesteld van de initiële investering die Econcern diende te doen ter hoogte van de door haar (samen met EIH) aan E-connection op grond van de koopovereenkomst van 2 november 2004 verschuldigde koopsom voor het Project Q7 van (uiteindelijk) ruim € 13 miljoen. Een deugdelijke analyse van deze – zeker in die tijd voor Econcern forse – investering is niet aangetroffen. In het kader van het due diligence was ook geen onderzoek gedaan naar de financiële structuur van het Project Q7 en de verdere investeringen die van de zijde van Econcern zouden worden geleverd. De financiële risico's van Econcern waren in feite niet in kaart gebracht.

9.2.3 Ruim anderhalf jaar later bleek bij financial close in oktober 2006 dat Econcern geen inzicht had in haar totale investering in het Project Q7. De investering van Econcern (en EIH) beliep op dat moment tenminste een bedrag van ruim € 18 miljoen. Daarna is in 2007 door Econcern nog een bedrag van € 4,2 miljoen en door haar dochtervennootschap EIH € 0,4 miljoen in het Project Q7 geïnvesteerd. Lange heeft toegelicht dat tegenover deze investeringen ook opbrengsten voor Econcern uit de fiscale structuur van het project hebben gestaan. Hier wordt nog nader onderzoek naar gedaan.

9.2.4 Behoudens een investering van € 8 miljoen zijn de door Econcern gedane investeringen in het Project Q7 niet aan de orde gekomen in RvB en RvC vergaderingen, althans dit blijkt niet uit de notulen. In een vergadering van de RvC van Econcern op 4 september 2006 is de RvC wel – achteraf – geïnformeerd over de investering die op dat moment € 18 miljoen zou zijn. Uit de notulen blijkt echter niet duidelijk of de RvC ervan op de hoogte was dat dit bedrag ten laste zou zijn of was gekomen van de gelden waarover Econcern kon beschikken. De investering van € 4,4 miljoen door Econcern/EIH na financial close in het Project Q7 is blijkens de notulen evenmin in een RvB en/of RvC vergadering besproken, terwijl dat temeer voor de hand had gelegen, omdat een dergelijke investering niet past binnen het non recourse principe dat Econcern hanteerde.

9.2.5 Daarnaast vloeide voor Econcern – in aanvulling op de hierboven genoemde investeringen – ook andere verplichtingen voort uit het Project Q7. Econcern heeft in het kader van de aan het Project Q7 verstrekte financiering een garantie afgegeven aan ING als financier van het Project Q7 dat zij ervoor zorg zou dragen dat alle commanditaire vennoten waarin zij en EIH direct of indirect deel hebben genomen, alle in de toekomst verschuldigd zijnde belastingen zouden betalen. Deze verplichting is door Econcern berekend en in de geconsolideerde jaarrekening 2007 van Econcern verantwoord als ‘deferred tax liability’ ad € 22,8 miljoen. Het totale bedrag waarvoor Econcern aansprakelijkheid had geaccepteerd bedroeg echter circa € 45 miljoen. Gezien het voorgaande kan worden geconcludeerd dat uit deze financiering voor Econcern verplichtingen zouden (kunnen) voortvloeien zodat ook gelet hierop van een non-recourse karakter geen sprake was.

9.3 EIH

9.3.1 In de vergadering van de RvB d.d. 6 juni 2006 is vermeld dat tijdens de vergadering van de RvC d.d. 19 juni 2006 EIH op de agenda zou worden gezet. Tijdens die RvC vergadering is door Berkhout toegelicht dat er twee redenen waren om te participeren in EIH:

- “(i) *to secure the type of competence of EIH (financial engineering) for the Company’s needs. Econcern does not have EIH’s expertise. Building up such expertise takes time and money;*
- (ii) *Feasible type of investment with interesting return. Future dividends are promising.”*

Bovendien is door Berkhout vermeld dat uit het beperkte due diligence (met een focus op ‘finance and tax issues’) geen risico’s bleken. De RvC is echter op dit punt onjuist c.q. onvolledig geïnformeerd omdat in de due diligence rapportage werd gewezen op risico’s op overwaardering van de projecten van EIH en mogelijke fiscale claims tot € 7 miljoen. Lange heeft in een reactie d.d. 1 november 2013 ten aanzien van de conclusies van JSA Tax Consultancy gesteld dat deze fiscale claims zich niet zouden hebben gerealiseerd. In de EIH projecten hebben zich echter wel degelijk fiscale risico’s verwezenlijkt.³

9.3.2 Voorts heeft Berkhout in de vergadering van 19 juni 2006 de RvC voorgesteld dat de investering in EIH aantrekkelijk zou zijn, omdat de toekomstige dividenden veelbelovend waren en er sprake zou zijn van een binnen EIH vrij beschikbare liquiditeit van € 6,6 miljoen uit de projecten Distridam, Koegorspolder en Q7 Holding. Niet gebleken is waar deze

³ Dit is nader uitgewerkt in Hoofdstuk 10 (EIH).

uitlatingen van Berkhout op gebaseerd waren. Deze liquiditeiten waren in werkelijkheid niet beschikbaar.

- 9.3.3 Uit de notulen van de RvB blijkt slechts zeer summier op basis van welke overwegingen is besloten tot de acquisitie van een belang in EIH. De bijlage bij de vergadering van de RvC d.d. 19 juni 2006 geeft een zeer korte en bovendien onjuiste analyse van de gevolgen van de acquisitie. Op basis van de beschikbare schriftelijke documentatie moet worden geconcludeerd dat er geen deugdelijke, althans een zeer summiere, analyse heeft plaatsgevonden van de voor- en nadelen en de risico's van de acquisitie.
- 9.3.4 Voorts is uiteindelijk een andere aankoop prijs betaald (voor de verwerving van het resterende belang in EIH) dan is besproken in de RvB. In de RvB was besloten dat de koop prijs volledig zou moeten bestaan uit een earn out van maximaal € 3 miljoen. Met Groenhof Holding en Typhoon zijn echter (gedeeltelijk) vaste koop prijzen overeengekomen, die bovendien aanzienlijk hoger waren.
- 9.3.5 Uit de notulen van de vergaderingen van de RvC blijkt niet dat met de RvC is gesproken over de acquisitie van het resterende belang in EIH. Pas nadat daarover met Typhoon en Groenhof Holding afspraken waren gemaakt, kwam dat blijkens de notulen van RvB en RvC vergaderingen slechts aan de orde in een vergadering van de RvB op 29 januari 2007.
- 9.3.6 EIH had vlak na de acquisitie van de eerste tranche van de aandelen door Econcern kennelijk een liquiditeitstekort. Ruim twee maanden nadien, op 31 oktober 2006, heeft Groenhof Holding (die bestuurder van EIH was

gebleven) een geldlening van € 297.500,- aan EIH verstrekt.⁴ Opmerkelijk is dat Berkhout in diezelfde periode, begin september 2006, erg positief was over de liquiditeitspositie van EIH en zijn medebestuurders heeft voorgehouden dat PwC een due diligence naar EIH uitvoerde omdat er partijen waren die voor totaal € 48 miljoen (betrekking hebbende op een periode van 10 jaar, t/m 2016) de cash flows binnen EIH zouden willen kopen. Dat dit daadwerkelijk het geval was, is echter niet gebleken. Evenmin zijn een due diligencerapport of andere stukken van PwC aangetroffen. Daarentegen was EIH, anders dan Berkhout in zijn e-mail van 7 september 2006 stelde, op dat moment (nog steeds) niet in staat om haar verplichtingen ten aanzien van de projecten waar zij in participeerde, na te komen. Groenhof Holding heeft zelfs ruim een maand na de vaststelling door Berkhout dat EIH over voldoende financiële middelen zou beschikken, aan EIH een geldlening verstrekt vanwege een (mogelijk en tijdelijk) gebrek aan liquiditeiten bij EIH. Met de motivering dat de liquiditeitspositie van EIH goed was, heeft Berkhout zijn medebestuurders geïnformeerd dat uitbetaling van de koopprijs aan Groenhof Holding en Typhoon direct kon plaatsvinden.

- 9.3.7 Groenhof Holding heeft op 31 oktober 2006, de periode waarin EIH volgens Berkhout over voldoende liquiditeiten zou beschikken, nóg een geldlening aan EIH verstrekt ter hoogte van een bedrag van totaal € 950.000 ter zake de inkoop door EIH van eigen aandelen van Groenhof Holding op 3 juli 2006. Groenhof Holding heeft beide geldleningsovereenkomsten namens haarzelf en EIH getekend.

⁴ Die reden hiervoor is, zo staat letterlijk geschreven in de considerans van de geldleningsovereenkomst, dat EIH mogelijk tijdelijk over onvoldoende eigen middelen beschikt, zie hoofdstuk 10 (EIH).

9.3.8 Deze laatste verplichting van EIH tot betaling van de koopsom van door haar ingekochte aandelen aan Groenhof Holding bleek niet uit de overnamebalans (want die was een week voor de inkoop van de aandelen EIH opgemaakt) en evenmin uit andere documentatie betreffende de overname van de aandelen EIH door Econcern. Econcern is dus na de overname van EIH geconfronteerd met een forse verplichting waarvan zij blijkens de aangetroffen documentatie niet op de hoogte was gesteld. Berkhout heeft echter toen Groenhof eind december 2007 verzocht om terugbetaling van deze leningen, geen enkel bezwaar gemaakt tegen deze gang van zaken en heeft de terugbetaling van deze leningen vermeerderd met rente geaccordeerd. Het is de vraag of deze door Berkhout geaccordeerde terugbetalingen aan Groenhof Holding terecht zijn geweest. Curatoren hebben deze kwestie nog in onderzoek.

9.3.9 Met Typhoon was naast de vaste koopprijs voor haar aandelen in EIH een earn out regeling overeengekomen. In het kader van deze regeling is in mei 2008 (met toestemming van Berkhout) een bedrag van afgerond € 300.000,- méér aan Typhoon betaald dan waarop zij op grond van de earn out regeling recht had. Daarnaast heeft Typhoon bij die gelegenheid een bedrag van € 125.000,- ontvangen vanwege de first closing van Ampère, terwijl daar geen grondslag voor aan is getroffen. Verder heeft Typhoon in mei 2008 over 2007 (naast haar aanzienlijke managementvergoeding van € 360.000,-) nog een bonus van € 240.000,- van Econcern ontvangen, waarvoor evenmin een grondslag is aangetroffen. Gelet op het voorgaande is dan ook de vraag of Typhoon niet € 665.000,= (te weten € 300.000,= plus € 125.000,= plus € 240.000,=) meer uitbetaald heeft gekregen dan waarop zij op grond van de met Econcern gesloten overeenkomsten (akte levering aandelen d.d. 30 december 2006 en overeenkomst van opdracht d.d. 8 april 2008) recht had. Lange heeft in zijn reactie op het concept-onderzoeksrapport d.d. 1

november 2013 uitgelegd dat hij meer uitbetaald had gekregen, omdat er vanuit Econcern een achterstand van 18 maanden was ontstaan in de betaling van zijn managementfees en omdat aanvankelijk aan hem in het kader van de koop van de tweede tranche van de aandelen EIH aandelen in het kapitaal van Econcern waren toegezegd, terwijl dat uiteindelijk certificaten zijn geworden die met vertraging zouden zijn geleverd. Dat betoog overtuigt echter niet.⁵ Curatoren onderzoeken deze kwestie nader.

9.4 Sol Holding

9.4.1 In de beginfase van Silpro en Sol Holding (eind 2006) heeft de RvB van Econcern haar RvC voorgehouden dat het de bedoeling was dat Econcern geen bedragen in Silpro en Sol Holding zou hoeven te investeren.⁶ In strijd met deze bedoeling heeft Econcern in 2007 (zonder haar RvC over deze gewijzigde strategie te informeren) een bedrag van € 9,2 miljoen en in 2008 een bedrag van afgerond € 21,5 miljoen aan Sol Holding en Silpro ter beschikking gesteld.⁷

9.4.2 De RvB heeft de RvC van Econcern op 4 september 2006 geïnformeerd over het feit dat met de ontwikkeling en realisatie van Silpro (de bouw van de fabriek) een bedrag van € 230 miljoen gemoeid zou zijn. Als snel bleek dat dit bedrag niet voldoende was; uiteindelijk ging het in september 2008 om een totale investering van € 820 miljoen. Het aandeel van Econcern in deze investering zou volgens de prognoses minimaal € 92 miljoen bedragen. De redenen voor deze aanzienlijke stijging van het te investeren bedrag waren

⁵ Zie verder hoofdstuk 10 (EIH).

⁶ Hoofdstuk 18 (Sol Holding).

⁷ Hoofdstuk 18 (Sol Holding). Over de in 2008 te verstrekken leningen is de RvC van Econcern wel geïnformeerd.

onder andere de toegenomen omvang van de te bouwen fabriek, vertragingen in het project en vervuiling van de grond. Maar de aanvankelijk gemaakte begroting bleek achteraf gezien ook niet realistisch te zijn geweest. Pas in de zomer 2008 is een deugdelijke begroting opgesteld door Technip, de beoogde aannemer die de fabriek zou moeten gaan realiseren.

9.4.3 Het bouw- en financieringsrisico voor Econcern ten aanzien van dit project was aanzienlijk. In een vergadering van de aandeelhouders in Silpro op 23 juli 2007 hebben zij gezamenlijk geconstateerd dat het een risicovol project was en bestond er al gerede twijfel over de haalbaarheid en financierbaarheid van het project. Econcern heeft zich toen desgevraagd bij monde van Van Wijk bereid verklaard om als er geen externe financiering verkregen zou worden, Sol Holding de financiering van Silpro te laten verzorgen. Hoe Van Wijk – nota bene schijnbaar zonder overleg met mede aandeelhouder Solon – kon stellen dat Sol Holding in staat en bereid was Silpro te financieren bij gebreke van een afnemers- of bankfinanciering is onduidelijk. In de eerste plaats geldt dat Van Wijk niet bevoegd was om namens Sol Holding een dergelijke toezegging te doen (hij was geen bestuurder). Bovendien beschikte Sol Holding noch Econcern over de financiële middelen voor een dergelijke financiering. Sol Holding beschikte in het geheel niet over financiële middelen; zij was afhankelijk van de bereidheid tot financiering door haar aandeelhouders Solon en Ecoventures.

9.4.4 Vervolgens hadden de banken die het project zouden financieren als voorwaarde gesteld dat de (indirecte) aandeelhouders in Silpro (waaronder Ecoventures) aan hen een garantie zouden verstrekken dat zij zouden instaan voor vertragingen, kostenoverschrijdingen, verminderde output, kwaliteit of kwantiteit van de productie ten opzichte van de prognoses tot een nader

overeen te komen maximum bedrag. Bij de RvB van Econcern was bekend dat in het kader van de ING-Faciliteit voor deze garantie toestemming van het Consortium vereist was; deze toestemming is niet gevraagd, evenmin is het Consortium geïnformeerd over deze door Econcern af te geven garantie (noch over de door Van Wijk eind juli 2007 aan de mede aandeelhouders van Silpro afgegeven garantie). Terwijl de RvC van Econcern wel is geïnformeerd dat West LB de financiering van € 225 miljoen zou gaan regelen, is zij niet geïnformeerd over het verzoek en de noodzaak van het afgeven van deze garantie. Deze garantie was vereist om überhaupt financial close van Silpro te kunnen bereiken. Dit was dus cruciale informatie, waarvan het voor de hand had gelegen dat de RvC deze had gekregen, temeer omdat Econcern forse geldleningen aan Sol Holding verstrekke. Deze garantie is overigens uiteindelijk niet afgegeven omdat er nimmer financial close is bereikt.

9.4.5 Wel is er op 23 september 2008 aan het Consortium overeenkomstig de voorwaarden van de ING-Faciliteit gevraagd om toestemming om in 2008 een bedrag van € 20 miljoen als extra aandeelhouderslening aan Sol Holding/Silpro ter beschikking te stellen. Daarbij werd echter niet vermeld dat de hiervoor besproken garantie een voorwaarde was voor het bereiken van financial close. Voorts is het Consortium bij die gelegenheid niet geïnformeerd over het feit dat Econcern in juni 2008 al € 4,6 miljoen aan Sol Holding had verstrekt, in strijd met door het Consortium in mei 2008 gestelde voorwaarden. Econcern heeft het Consortium er evenmin van op de hoogte gesteld dat de levensvatbaarheid van Silpro op dat moment ter discussie stond.

9.4.6 Op 12 november 2008 is het Consortium onjuist c.q. onvolledig geïnformeerd over de waarde van Sol Holding en Silpro. Er zou geen reden

zijn voor neerwaartse aanpassing van de waardering (op € 95,6 miljoen) van het (indirecte) belang in Silpro in de Q3 cijfers van Econcern, zo heeft de RvB het Consortium bij de presentatie van deze cijfers gemeld. Deze waardering was volstrekt irreëel. Silpro was op dat moment al ten dode opgeschreven. De investeringen in Silpro waren reeds bevroren door de (mede-) aandeelhouders in Silpro en Sol Holding.

- 9.4.7 Op 20 november 2008 is door Econcern € 7,28 miljoen aan Sol Holding voor de financiering van Silpro verstrekt, zijnde het aandeel van Solon in een totale lening van € 15 miljoen. Daarnaast heeft Econcern op 13 oktober 2008 haar eigen aandeel in die lening van € 7,85 miljoen en op 30 oktober 2008 nog eens € 1,7 miljoen verstrekt. Econcern heeft naast haar eigen aandeel ook het aandeel van Solon voor haar rekening genomen omdat Solon haar investeringen in het project had opgeschort. Er is geen analyse aangetroffen van de overwegingen om in november 2008 – toen de financiële situatie van Econcern steeds nijpender werd – nog zo'n aanzienlijk bedrag te investeren in een project dat in feite niet meer levensvatbaar was. Evenmin blijkt dat over deze investering is gesproken met de RvC van Econcern, terwijl de RvB op grond van de geldende reglementen daartoe wel gehouden was.

9.5 Code Wind

- 9.5.1 Ook voor Code Wind geldt dat de vraag kan worden gesteld of tot deze investering op grond van een volledige en juiste analyse van de voor- en nadelen is besloten.
- 9.5.2 In de vergadering van de RvB d.d. 8 november 2007 werd voor het eerst (en het laatst) melding gemaakt van de acquisitie van het 90% belang in Code

Wind. Daarna is er in de vergaderingen van de RvB niet meer gesproken over deze acquisitie.

- 9.5.3 Uit de notulen van de vergaderingen van de RvB blijkt niet op grond van welke overwegingen er is besloten tot de acquisitie van het 90% belang in Gode Wind. Wel heeft Econcern door CMS een legal due diligence laten uitvoeren maar uit de notulen van de vergaderingen van RvB blijkt niet dat de resultaten van dat onderzoek binnen de RvB zijn gesproken.
- 9.5.4 Nadat de RvB op 8 november 2007 toestemming heeft gegeven voor de acquisitie van 90% van de aandelen in Gode Wind, stuurde Berkhout op 11 november 2007 aan de RvC een document 'Investment decision Poseidon final'⁸. Het advies van Berkhout was positief, zo blijkt uit § 1.5 van deze notitie.
- 9.5.5 Uit de notulen van de vergaderingen van de RvB blijkt niet op grond van welke overwegingen is besloten tot de acquisitie van het 90% belang in Gode Wind. Er is wel een voorstel van Berkhout d.d. 11 november 2007 aangetroffen dat door de RvB en de RvC is goedgekeurd. De RvC was minder dan 24 uur (in een weekend) gegund om te beoordelen of deze participatie in het belang van Econcern was.⁹ Roos heeft in zijn gesprek met curatoren d.d. 26 april 2013 verklaard dat hij als bestuurder van Evelop niet op de hoogte was van deze voorgenomen investering in Gode Wind en dat het in feite *'een een-tweetje was tussen Berkhout en Lange.'* Hij werd na het weekend geïnformeerd over deze investering; in het voorstadium is daarover met hem niet gesproken. Ten aanzien van deze opmerking van Roos heeft Lange in zijn commentaar op het concept-onderzoeksrapport d.d. 1 november 2013

⁸ Hoofdstuk 12 (Gode Wind).

⁹ Hoofdstuk 12 (Gode Wind).

opgemerkt dat Roos geen deel uitmaakte van het transactieteam, maar dat hij wel van de werkzaamheden van dat team op de hoogte was.

Lange heeft tevens aangegeven dat juist is dat aan de RvC met enige spoed om toestemming is verzocht. Hij voegt toe dat – indien de leden van de oordeel waren dat zij binnen de beschikbare tijdspanne niet tot een afgewogen oordeel konden komen – zij hun toestemming zouden hebben geweigerd.

- 9.5.6 Naar de vraag of de koopprijs die Econcern betaalde in de gegeven omstandigheden reëel was en in hoeverre het hier met de kennis van toen een verantwoorde investeringsbeslissing betreft wordt nog nader onderzoek gedaan.

9.6 Belwind

- 9.6.1 De RAC adviseerde voor het eerst op 27 juni 2008 om de voorgenomen investering in Belwind niet voor te leggen aan de RvB en de RvC van Econcern vanwege de aan het project verbonden risico's. Ondanks deze risico-inventarisatie blijkt uit de notulen van de vergadering van de RvB d.d. 4 augustus 2008 dat door de RvB toch werd besloten om een bedrag van € 15 miljoen in Belwind te investeren. Voorts werd in die vergadering besloten dat aan Van Oord een (corporate) garantie werd verstrekt van afgerond € 5 miljoen. Deze corporate garantie was feitelijk op 31 juli 2008 al verstrekt door Berkhout en Van der Leun.¹⁰

¹⁰ Hoofdstuk 13 (Belwind).

- 9.6.2 Op 1 september 2008 werd door de RvB van Econcern besloten om verdere vertraging te voorkomen en € 28 miljoen in Belwind te investeren. Waarop die beslissing was gebaseerd, is ook niet uit de notulen af te leiden; bij de notulen is evenmin een notitie gevoegd met een toelichting op deze investering.
- 9.6.3 In september 2008 werd ervan uitgegaan dat financial close in november 2008 zou worden bereikt. De RvC is door Berkhout ook aldus geïnformeerd in een vergadering op 1 september 2008. De RvC werd bij die gelegenheid ook geïnformeerd over de investering van Belwind van € 28 miljoen. Financial close werd in november 2008 echter niet gehaald; financial close werd telkens opgeschoven en is uiteindelijk na faillissement bereikt. Mathijssen, die als bedrijfsjurist van Evelop nauw bij Belwind betrokken was, heeft verklaard dat de planning van Belwind niet realistisch was.
- 9.6.4 Op 19 december 2008 heeft Econcern met toestemming van de RvC aan Van Oord in de vorm van een letter of comfort een schriftelijke garantstelling gegeven tot een bedrag van € 28 miljoen. De RvB heeft de RvC in dat kader geïnformeerd dat financial close op 1 maart 2009 zou plaatsvinden. Waarop die mededeling was gebaseerd is echter niet duidelijk.
- 9.6.5 Tot slot wordt opgemerkt dat niet is gebleken dat voor de afgifte van deze garantie toestemming is gevraagd van het Consortium, terwijl deze toestemming wel was vereist. Op de vraag Mathijssen of hij weet waarom deze garantie niet gemeld is bij het Consortium, waartoe Econcern onder het covenant gehouden was, heeft Mathijssen geantwoord dat hij dit niet weet maar dat men zich intern zeker bewust was van de bankconvenanten.

9.7 Terra Nova

Aankoop Terra Nova

9.7.1 Op 1 november 2006 heeft Ecoventures alle aandelen in Terra Nova S.A.R.L (hierna: “**Terra Nova**”) gekocht (en geleverd gekregen) van Max Sezille (75%, hierna: “Sezille”) en Michel Pulplito Rossano (25%, hierna: “Pulpito Rossano”). Ecoventures heeft hiervoor een koopprijs van totaal € 4,1 miljoen betaald. Voorafgaand aan de koop van de aandelen heeft Ecoventures een (beperkt) juridisch en fiscaal due diligence onderzoek laten uitvoeren door CMS Bureau Francis Lefbvre.¹¹

9.7.2 Op basis van dit due diligence rapport heeft de RvB op 30 oktober 2006 besloten om Terra Nova aan te kopen voor € 4,1 miljoen. Er is geen externe waardering opgesteld op basis waarvan deze koopprijs is bepaald. De koopprijs zou volgens Berkhout en Lange tot stand zijn gekomen op basis van intern onderzoek naar de betekenis en status van de projecten van Terra Nova. Verder zouden soortgelijke bedrijven in de betreffende periode een

¹¹ Summary Executive Report Limited Legal and Tax Due Diligence, d.d. 10 oktober 2006 . Uit dat rapport blijkt – kort samengevat – dat:

- (i) de aandeelhouders op 12 april 2006 een lening hebben goedgekeurd waarbij een lening is verstrekt aan de vennootschap van Sezille. Deze geldleningsovereenkomst is niet schriftelijk vastgelegd (§ 1.3 van het due diligence rapport);
- (ii) de jaarrekeningen van Terra Nova over 2004 en 2005 in strijd met de Franse wetgeving niet zijn goedgekeurd en gedeponneerd (§ 1.4 van het due diligence rapport);
- (iii) Er nimmer door Sezille management rapportages zijn opgesteld (§ 1.4 van het due diligence rapport);
- (iv) Er een tweetal werknemers van de door Sezille bestuurd vennootschap zijn overgegaan op Terra Nova zonder dat daarvoor een goede reden kon worden aangevoerd (§ 3.2 van het due diligence rapport);

Kennelijk zijn er in het kader van het due diligence rapport geen contracten met cliënten en toeleveranciers aangetroffen (hetgeen blijkt uit het feit dat die op pagina 23 van het rapport worden opgevraagd).

veel hogere waarde hebben vertegenwoordigd dan de door Econcern voor Terra Nova betaalde prijs.¹²

9.7.3 Van degelijk intern onderzoek naar de status van de projecten van Terra Nova is niet gebleken; evenmin is daar documentatie van aangetroffen. Uit het due diligence rapport blijkt echter dat desgevraagd door Terra Nova geen contracten met klanten en toeleveranciers zijn verstrekt. Er is ook geen overdrachtsbalans of lijst met projecten aan de koopovereenkomst van de aandelen gehecht, noch overigens aangetroffen. Wel blijkt uit de jaarrekening 2005 van Terra Nova dat het resultaat over 2005 € 80.000,- bedroeg (2004: € 137.000,-).

9.7.4 Het is dus maar de vraag of Terra Nova überhaupt (rechten op) projecten in portefeuille had.¹³ Kennelijk twijfelde men daar binnen Econcern ook aan. Eind september 2007 werden intern hierover vragen gesteld. Volgens Cecile en Wasser¹⁴ zouden de projecten van Terra Nova, inclusief vergunningen en een klantenbestand zijn overgedragen aan entiteiten binnen Econcern. Bij de juridische afdeling van Econcern, die hiervan volgens Wasser op de hoogte

¹² In antwoord op door curatoren gestelde vragen (vraag 90) hebben Berkhout en Lange op 26 september 2012 letterlijk het volgende verklaard: *“Een externe waardering werd niet noodzakelijk geacht. Intern is onderzoek gedaan naar de betekenis en status van de projecten die Terra Nova in portefeuille had (de zgn. ‘pipeline’). Voorts is acht geslagen op de prijs die in de desbetreffende periode voor soortgelijke bedrijven werd betaald (respectievelijk de stand van de beursnotering van dergelijke bedrijven) en die duiden op een veel hogere waarde dan de door Econcern betaalde prijs.”* In een latere reactie d.d. 1 november 2013 heeft Lange gesteld dat Terra Nova projectontwikkelaar was en dat een dergelijk bedrijf geen civielrechtelijke rechten met betrekking tot projecten zou hebben. Dit lijkt echter tegenstrijdig met zijn hiervoor geciteerde verklaring.

¹³ Uit een samenwerkingsovereenkomst die Terra Nova op 22 november 2004 met ElH was aangegaan, volgt dat Terra Nova zich toentertijd bezig hield met onderzoek van mogelijke locaties voor windprojecten en met daarvoor benodigde milieuonderzoeken. Terra Nova lijkt gelet hierop dus diensten te verlenen ten behoeve van projecten in plaats van projecten in portefeuille te hebben/nemen.

¹⁴ Die blijktens een antwoord van Berkhout en Lange d.d. 26 september 2012 op door curatoren gestelde vragen (vraag 91) vanuit het MT van Evelop verantwoordelijk was voor de aansturing van Terra Nova.

was, waren dienaangaande echter geen afspraken en/of schriftelijke overeenkomsten bekend.¹⁵ Hier zou kennelijk nader onderzoek naar plaatsvinden, maar in juli 2008 was binnen Econcern nog steeds niet duidelijk wat de projecten pijplijn van Terra Nova inhield.¹⁶ Ondanks dat dit nader onderzocht zou worden, was deze portfolio in juni 2009 nog steeds niet in kaart gebracht. Toen is vastgesteld dat op dat moment (ruim 2,5 jaar na de overname van Terra Nova) nog geen projecten tot financial close waren gebracht.

9.7.5 Wat Ecoventures feitelijk in november 2006 heeft gekocht voor het bedrag van € 4,1 miljoen en waardoor de boekwaarde ultimo 2007 van € 4,4 werd gevormd, is dus onduidelijk gebleven. Ook is de vraag in hoeverre Ecoventures enig zicht op en/of controle had over de gang van zaken binnen Terra Nova¹⁷, waar Sezille bestuurder of althans feitelijk leidinggevende lijkt te zijn geweest. Evenmin is helder welke maatregelen vanuit Econcern zijn genomen om adequaat toezicht te kunnen uitoefenen op haar 100% deelneming Terra Nova. Lange heeft in zijn reactie op 1 november 2013 toegelicht dat Wasser zeer geregeld in Frankrijk zou hebben verbleven om meer grip te krijgen op de ontwikkeling van Terra Nova en op Sezille.

9.7.6 Opmerkelijk is nog dat ondanks de onduidelijkheid over de projecten van Terra Nova, in het Vendor due diligence rapport van Ernst & Young ten aanzien van het BP 2008 – 2012 d.d. 7 februari 2008 is opgenomen dat Terra Nova circa 50 projecten in haar portefeuille had. Voorts valt de hiervoor

¹⁵ E-mailwisseling Hamer, Wasser en Wilke d.d. 24 september – 3 oktober 2007 .

¹⁶ Dit heeft Bakker geconstateerd in haar e-mail d.d. 7 juli 2008.

¹⁷ Op 21 november 2008 heeft Ecoventures alle aandelen in Terra Nova verkocht aan Evelop France S.A.R.L. ("Evelop France"). De koopprijs voor de aandelen bedroeg € 4.361.903 miljoen. Econcern Power Assets International B.V. ("EPAI") is enig aandeelhouder en bestuurder van Evelop France. Op 24 november 2008 zijn Evelop France en Terra Nova gefuseerd, waarbij Evelop France verkrijgende en Terra Nova de verdwijnende vennootschap was .

beschreven onzekerheid over deze projecten niet te rijmen met de in deze rapportage verwoorde verklaring van het management dat de boekwaarde van Terra Nova (afgerond € 4,4 miljoen in oktober 2007) de waarde van de vergunningen van Terra Nova vertegenwoordigde.

- 9.7.7 Na de faillietverklaring in de zomer van 2009 van de rechtsopvolger van Terra Nova, Evelop France is op geen enkele wijze gebleken van enig tot die vennootschap behorend actief, laat staan van projecten die een substantiële waarde vertegenwoordigden. De conclusie is dan ook dat Econcern afgerond € 4,4 miljoen heeft betaald voor aandelen in een vennootschap, waarvan op geen enkele wijze is gebleken dat zich daarin ooit activa bevonden die een dergelijke koopsom ook maar enigszins rechtvaardigden.

9.8 Nordex

- 9.8.1 Op 21 december 2007 heeft Roos namens Evelop Projects B.V.¹⁸ met Nordex France een drietal overeenkomsten gesloten betreffende de turn key oplevering van windmolens voor de projecten Chilly Fransart (Somme), Villers le Thour (Ardenne) en Leuilly (Aisne) alsmede een overeenkomst ter zake de levering en installatie van een windmolen voor het project Courcelles (Aisne). Totaal ging het om 26 windmolens die op de betreffende projecten in Frankrijk geleverd dienden te worden. De totale koopprijs beliep € 68 miljoen.
- 9.8.2 Binnen krap twee weken na het sluiten van deze overeenkomst diende een bedrag van afgerond € 7,4 miljoen aan Nordex te worden voldaan als

¹⁸ Later is de naam gewijzigd naar Evelop Power Assets Projects B.V.

reserveringsvergoeding. Eind 2007 is deze aanbetaling volledig voldaan.¹⁹

9.8.3 Opvallend is dat naar één van de projecten waarvoor eind 2007 acht windmolens zijn gekocht en aanbetaald, het project Chilly Fransart in Somme, door Terra Nova in het verleden al onderzoek was gedaan. Naar aanleiding van dit onderzoek is het project in overleg met EIH afgeschreven. Er was te weinig windpotentieel.²⁰ Van de andere drie projecten is geen documentatie aangetroffen waaruit blijkt of en welke status deze hadden.²¹ Uit een e-mailwisseling tussen Evelien Berkhout en Lange d.d. 8 juni tot 21 juni 2008 blijkt echter dat de Franse “projecten” waarvoor de windturbines waren aangeschaft nog helemaal geen concrete projecten waren. Op 18 juni 2008 heeft Lange aan Evelien Berkhout geschreven:

(...) Ivm de huidige status van de Franse windprojecten (bijv Courcelles) wordt de behoefte steeds groter voor tussentijdse aanvullende projecten.(...)

Evelien Berkhout antwoordde op 19 juni 2008:

“(....) We weten dat dingen urgent zijn maar als we het met de prijs eens kunnen worden in Wales kunnen we 74 MW gaat bouwen dus ben je ook je molentjes kwijt.”

Vervolgens schreef Lange op 20 juni 2008 aan Evelien Berkhout:

¹⁹ Dit blijkt uit een e-mail d.d. 11 november 2011 van Van Holst.

²⁰ Gespreksverslag Tebodin d.d. 20 juli 2005 van vergaderingen in juli 2005 tussen Groenhof en Elffers van EIH, Sezille van Terra Nova en Tebodin.

²¹ Naar aanleiding van vragen van curatoren (vragen 94 t/m 98) hebben Berkhout en Lange op 26 september 2012 het volgende geantwoord: “*omtrent de status van de diverse projecten ten behoeve waarvan de overeenkomst werd gesloten (en waar de volgende vragen betrekking op hebben) was destijds binnen Econcert ongetwijfeld nadere informatie beschikbaar, maar vanzelfsprekend hebben de heren Berkhout en Lange die thans – haast vijf jaar later – niet meer concreet op het netvlies staan.*”

(...) Vwb de “molentjes” is het zo dat wij voor 1 augustus nog eens 6 mio (!) aan Nordex moeten betalen voor Frk projecten onshore die we dus (nog) niet hebben. Wales heeft dus inderdaad nogal (mega)haast, zou mooi zijn als dit in 2 weken kan worden afgerond.(...)

De e-mailwisseling is geëindigd met de reactie van Evelien Berkhout d.d. 20 juni 2008:

“ (...) Hier (in Wales) zullen we niet kunnen bouwen voor 2014. Ik zal kijken wat we verder kunnen doen.”

Lange heeft deze e-mailwisseling op 21 juni 2008 doorgestuurd aan Roos en Wasser met de opmerking *“Wales is dus ook niks. Ik blijf de druk opvoeren.”*

- 9.8.4 Het resultaat van de met Nordex gesloten overeenkomst is dat afgerond € 7,4 miljoen is aanbetaald voor windmolens bestemd voor projecten die er nooit zijn gekomen. Of een deel van dat bedrag nog teruggevorderd kan worden is zeer de vraag. In ieder geval bevatten drie van de vier met Nordex gesloten overeenkomsten een bepaling dat als de windmolens niet uiterlijk op 31 maart 2008 zouden zijn afgenomen, de gedane aanbetalen als schadevergoeding aan Nordex toe zouden vallen.
- 9.8.5 Lange heeft in zijn reactie op 1 november 2013 verklaard dat de met Nordex gesloten overeenkomst in het licht van de toenmalige schaarste aan windturbines verantwoord was ondanks dat de projecten waarvoor de turbines werden aangeschaft nog slechts in beperkte mate uitgekristalliseerd waren. De beschikking over productie slots zou volgens Lange in die markt een commerciële waarde vertegenwoordigen. Een en ander verklaart in ieder

geval niet waarom windturbines werden aangeschaft voor specifieke projecten, waarvan het maar de vraag was of die tot ontwikkeling zouden komen, terwijl bovendien één van die projecten reeds was afgeschreven.

10. Risk Management: personen

10.1 Inleiding

10.1.1 Met of door diverse direct betrokkenen bij Econcern zijn afspraken gemaakt, waarvan het de vraag is of die in het belang van Econcern zijn geweest. Dat geldt voor de hierna te noemen kwesties.

10.2 Lange en Groenhof

10.2.1 De jaarrekening 2007 vermeldt dat Lange met ingang van 1 februari 2007 is benoemd als Chairman of the Board van Evelop (Roos is per die datum benoemd tot Board Member). Tot december 2007 was hij (aanvankelijk samen met Groenhof Holding en vanaf augustus 2006 (tevens) samen met Ecoventures) aandeelhouder van EIH. Groenhof Holding was tot augustus 2007 bestuurder van EIH (van welke vennootschap Ecoventures per augustus 2006 meerderheidsaandeelhouder was). Lange en Roos zijn per 16 oktober 2008 als statutaire bestuurders van Econcern Power Assets International B.V. (voorheen Evelop International B.V.) ingeschreven in de KvK.

10.2.2 De handelwijze van c.q. ten opzichte van Groenhof en/of Lange bij de hierna te beschrijven projecten is nader onderzocht. De bevindingen van curatoren zijn als volgt.

Windpark Bonaire

10.2.3 Op 22 februari en 20 december 2008 heeft Renewable Energy Contract B.V. (“REC”), een vennootschap waarvan Lange sinds 26 januari 2007 (indirect) enig directeur en aandeelhouder is, een tweetal facturen gestuurd aan Ecopower Bonaire B.V.²² (“**Ecopower Bonaire**”) van totaal € 776.345,30.²³ Uit de omschrijving op de factuur blijkt dat deze facturen zouden voortvloeien uit de tussen Evelop Netherlands, Ecopower Bonaire en REC gesloten “Overeenkomst tot contractoverneming en wijziging van overeenkomst van koop van verkoop van windturbines en biodieselinstallaties” d.d. 26 juli 2007. De oorspronkelijke overeenkomst dateerde van 8 september 2006²⁴ en was gesloten tussen Evelop Netherlands als opdrachtgever en Vermolen Professional Services B.V. (“**VPS**”) als opdrachtnemer.²⁵ VPS was onder die laatste overeenkomst als opdrachtnemer verantwoordelijk voor de levering van een windmolenpark en een biodieselinstallatie op Bonaire aan Evelop. De koopprijs voor het project, door Evelop aan VPS te betalen, bedroeg € 28 miljoen. Bij de overeenkomst tot contractoverneming van 26 juli 2007 heeft Ecopower Bonaire de rechten en verplichtingen van Evelop Netherlands met betrekking tot dit project overgenomen. Het project is bij die gelegenheid teruggebracht naar de realisatie van één windmolen te Sorobon (Bonaire), die REC aan Ecopower Bonaire diende op te leveren. De koopprijs is bijgesteld naar een bedrag van € 715.000,- exclusief BTW. Wanneer deze koopprijs betaald zou moeten worden is niet overeengekomen.

²² Econcern hield (indirect) 100% van de aandelen in Ecopower Bonaire.

²³ Facturen REC d.d. 22 februari en 20 december 2008.

²⁴ Overeenkomst van koop en verkoop van windturbines en biodieselinstallatie tussen Evelop Netherlands en Vermolen d.d. 8 september 2006.

²⁵ Vermolen was de oude statutaire naam van REC.

10.2.4 Op de eerste factuur van REC d.d. 22 februari 2008 ad € 61.345,30 is aangetekend dat deze op 14 april 2008 is voldaan. De tweede factuur van 20 december 2008 ad € 715.000,- is op 28 januari 2009 voldaan. Econcern heeft deze facturen betaald en in rekening courant geboekt met Ecopower Bonaire. Het bedrag van € 715.000,- zou zijn opgenomen als 'pre-capex' in de cashplanning.²⁶

10.2.5 Het bedrag van € 715.000,- is aan REC betaald uit de door het Consortium aan Econcern ter beschikking gestelde middelen op een moment dat bij Econcern sprake was van aanzienlijke financiële problemen en waarop intern intensief werd gesproken over de vraag of Econcern al dan niet in default was ten aanzien van de verplichtingen jegens het Consortium en de overige financiers.

10.2.6 Vast staat dat er in ieder geval € 61.345,30 meer is betaald aan REC dan tussen partijen in de overeenkomst van 26 juli 2007 was overeengekomen. Voor deze betaling lijkt dus geen grondslag te zijn geweest. Ter zake de betaling van het overeengekomen bedrag van € 715.000,- is het de vraag of dit bedrag inderdaad in januari 2009 aan REC verschuldigd was. Tussen REC en Ecopower Bonaire was namelijk geen tijdstip voor betaling overeengekomen. Voorts is niet duidelijk of REC wel heeft voldaan aan haar opleveringsverplichting jegens Ecopower Bonaire, conform hetgeen tussen partijen was overeengekomen. Tot slot is uit een Contract Term sheet 1st phase Bonaire Enercon d.d. 21 november 2006 gebleken dat de met REC overeengekomen en door haar van Econcern ontvangen koopprijs voor de realisatie van de windturbine ad totaal € 776.345,30 ruim € 250.000,- hoger was dan de aanneemsom van € 503.000,- die voor diezelfde realisatie door

²⁶ E-mail van Van Holst d.d. 4 november 2010 .

REC aan Enercon verschuldigd was. Het is dus de vraag of de met REC overeengekomen koopprijs zakelijk is geweest. Lange heeft in zijn reactie d.d. 1 november 2013 toegelicht dat hij de door REC ontvangen bedragen onmiddellijk heeft door geboekt naar de eigenlijke bouwer. Nu met de daadwerkelijke bouwer Enercon eind 2006 een aanzienlijk lagere aanneemsom was overeengekomen, zou dat betekenen dat deze 50% meer heeft ontvangen dan de met REC overeengekomen aanneemsom. Naar deze kwestie wordt nader onderzoek gedaan.

Windpark Afrikahaven

10.2.7 Eenzelfde constructie als hiervoor bij Windpark Bonaire is beschreven, is gehanteerd ten aanzien van Windpark Afrikahaven. Evenals bij Windpark Bonaire heeft REC (destijds een vennootschap van Vermolen, die in die tijd voor EIH werkzaam was op basis van een managementovereenkomst) ook op 8 september 2006 de opdracht gekregen om het Windpark Afrikahaven turn key te realiseren, ten behoeve van Windpark Afrikahaven B.V. ("**Windpark Afrikahaven**") en tegen een door Windpark Afrikahaven te betalen koopprijs van € 32,4 miljoen.²⁷ Groenhof heeft deze Turnkey koopovereenkomst gesloten in strijd met de tussen Groenhof Holding, Typhoon, Ecoventures en EIH op 8 augustus 2006 gesloten aandeelhoudersovereenkomst ("**Aandeelhoudersovereenkomst EIH**"), nu daartoe niet het vereiste bestuursbesluit noch de toestemming van Ecoventures als indirect aandeelhouder in Windpark Afrikahaven is aangetroffen.

²⁷ Windpark Afrikahaven was een 100% dochter van EIH. Econcern hield op dat moment 50% van de aandelen in EIH.

10.2.8 De rechten en verplichtingen van REC onder deze overeenkomst zijn later overgenomen door REC Afrikahaven B.V. ("**REC Afrikahaven**"), tevens een vennootschap waarin Lange (indirect) enig aandeelhouder en bestuurder was.

10.2.9 Ecoventures had als (indirect) mede-eigenaar van Windpark Afrikahaven (via EIH) een opdracht gegeven aan een privévennootschap van een van haar bestuurders van een belangrijke business unit voor de bouw van een windpark, waarmee een financiering van Rabobank was gemoeid van € 27,2 miljoen. REC Afrikahaven was met Windpark Afrikahaven kredietnemer onder de financieringsovereenkomst met de Rabobank en heeft gedurende de bouw vanaf 17 september 2007 van Windpark Afrikahaven de beschikking gekregen over een bedrag van afgerond € 27 miljoen uit het bouwdepot. Dit bedrag is zonder onderliggende facturen en zonder een grondslag in de Turnkey koopovereenkomst, voorafgaand aan de bouw van het windpark betaald aan de vennootschap van Lange. Door REC Afrikahaven was geen enkele zekerheid gesteld ten behoeve van Windpark Afrikahaven. Lange heeft toegelicht dat zekerheden niet nodig waren omdat hij geen toegang zou hebben gehad tot de bankrekening van REC Afrikahaven. De administratie zou binnen Econcern gevoerd zijn en betalingsinstructies ter zake de rekening zouden door anderen zijn voorbereid en slechts ter ondertekening aan Lange zijn voorgelegd (die aldus bevoegd was tot het geven van betalingsopdrachten). Uit een e-mailwisseling tussen Hamer (groepscontroller op holdingniveau) en Jongste (ontwikkelaar bij Evelop) van november 2007 en februari 2008 blijkt dat Hamer hier in ieder geval anders over dacht. Hij heeft op 12 november 2007 en 6 februari 2008 kritische vragen gesteld over deze constructie.

10.2.10 Er is geen documentatie aangetroffen waaruit blijkt dat Econcern/Windpark Afrikahaven zekerheden hebben verkregen van REC Afrikahaven. Of de belangen van Econcern/Windpark Afrikahaven met deze constructie voldoende zijn gediend, hebben curatoren nog in onderzoek.

Koegorspolder/Wind Speed

10.2.11 Lange (destijds aandeelhouder van EIH) en Phijffer (destijds op basis van een managementovereenkomst werkzaam voor EIH) hebben door middel van hun v.o.f. Wind Speed I eind december 2005 één van de 22 windmolens in het Project Koegorspolder kunnen kopen van KGP B.V., destijds een 100% dochtervennootschap van EIH. Jaap Groenhof heeft KGP B.V. hierbij vertegenwoordigd. Lange en Phijffer betaalden voor deze windmolen een substantieel lagere koopprijs (€ 2,26 miljoen) dan de door KGP B.V. per windmolen betaalde koopprijs (van € 3,2 miljoen). Econcern was in die tijd nog niet betrokken bij EIH. Nadat Econcern in augustus 2006 50% van de aandelen EIH had overgenomen, heeft KGP C.V., een 100% dochtervennootschap van EIH, op 2 januari 2007 – onverplicht – een geldlening aan Wind Speed I verstrekt ter hoogte van de koopprijs van € 2,26 miljoen. Groenhof Holding vertegenwoordigde KGP C.V. bij deze transactie. Over deze geldlening was tot aan de oplevering van het windpark geen rente verschuldigd.

10.2.12 Lange heeft in zijn reactie d.d. 1 november 2013 gesteld dat de verkoop van de windturbine aan Wind Speed I de instemming had van alle toenmalige aandeelhouders van EIH. Dat geldt echter niet voor de op 2 januari 2007 onverplicht door KGP C.V. aan Wind Speed I verstrekte geldlening. Ten onrechte is verzuimd om over het verstrekken van de geldlening in januari

2007 aan de niet door Econcern gecontroleerde vennootschap Wind Speed I, de RvC van Econcern te informeren en om hiervoor toestemming te vragen, hetgeen wel was vereist. Voorts is Groenhof Holding ook deze overeenkomst (net als de hiervoor genoemde Turnkey koopovereenkomst met REC Afrikahaven) in strijd met de Aandeelhoudersovereenkomst EIH aangegaan, nu hier geen schriftelijk bestuursbesluit aan ten grondslag heeft gelegen en evenmin is de vereiste goedkeuring gevraagd aan medeaandeelhouder Ecoventures. Er is bovendien geen enkele inhoudelijke onderbouwing aangetroffen waarom deze lening is verstrekt. Curatoren hebben nog in onderzoek of de belangen van KGP C.V. (voldoende) zijn gediend met deze transactie.

10.3 Berkhout – Van Oord & Partners

10.3.1 Berkhout heeft afspraken gemaakt met de heer (Hugo) Van Oord van Van Oord & Partners (“**VOP**”) over de betaling van een bedrag van € 200.000,- exclusief BTW (aanvankelijk) door Econcern aan VOP. Deze afspraken zijn niet contractueel vastgelegd. Dienaangaande zijn slechts facturen en een e-mailwisseling aangetroffen, waarin (Hugo) Van Oord op 12 maart 2007 de gemaakte afspraken aan Berkhout heeft beschreven. Blijkens de factuur waarbij deze fee door VOP bij EIH in rekening was gebracht, ging het om “bemiddeling en advies samenwerking EIH B.V. en Econcern B.V.”. Volgens de e-mail van (Hugo) Van Oord zou deze betaling ook te maken hebben met de afwikkeling van de verkoop van de aandelen, die (Hugo) Van Oord en Pellenaars hielden in EIH, aan Groenhof Holding in april 2006.

10.3.2 De factuur was volgens (Hugo) Van Oord eind 2006 aan EIH (in plaats van aan Econcern) gericht op verzoek van Berkhout. Deze laatste zou vervolgens aan

(Hugo) Van Oord hebben laten weten dat ElH krap bij kas zat en daarom pas begin maart 2007 zou betalen. Omdat betaling ook toen uitbleef en (Hugo) Van Oord aandrang op betaling, heeft Berkhout voorgesteld om de factuur te richten aan Windpark Q7 Holding. Op zijn verzoek is de omschrijving op de factuur van VOP aan Windpark Q7 Holding aangepast. Waar op de door VOP eind 2006 aan ElH verzonden factuur “Inzake bemiddeling en advies samenwerking ElH B.V. en Econcern B.V.” vermeld stond, heeft VOP op verzoek van Berkhout op de aan Windpark Q7 Holding verzonden factuur d.d. 22 maart 2007 “Bemiddelingsfee” vermeld.

- 10.3.3 Weliswaar heeft Berkhout in zijn reactie op het concept-onderzoeksrapport d.d. 12 november 2013 gesteld dat deze betaling verband zou hebben gehouden met introducties die VOP voor Econcern zou hebben verzorgd, waardoor Econcern betrokkenheid zou hebben kunnen verkrijgen bij het Project Q7, maar deze toelichting sluit in het geheel niet aan bij de omschrijving op de aanvankelijk aan ElH verzonden factuur en evenmin bij de door (Hugo) Van Oord in zijn e-mail van 12 maart 2007 geschetste achtergrond van de betaling. Ook overigens is van een dergelijke introductie niet gebleken. Curatoren hebben nog in onderzoek of met deze betalingen de belangen van Econcern en/of Windpark Q7 Holding wel gediend zijn.

10.4 Berkhout –Moens – Spruijtenburg

- 10.4.1 Berkhout had met Moens (in de periode van 2003 tot 2008 lid van de Gedeputeerde Staten van Noord-Holland) afgesproken dat Moens onder bepaalde voorwaarden leiding kon geven aan de windactiviteiten van Econcern op holding niveau. Eén van die voorwaarden was dat er pas een overeenkomst met Moens zou worden gesloten als Darwind in Nederland zou

worden gevestigd. De kans daarop was afgenomen omdat het niet duidelijk was of de Provincie Noord Holland zou gaan participeren in Darwind.

10.4.2 Op 1 juli 2008 hebben Berkhout en Moens afgesproken dat Moens (via zijn vennootschap) voor een periode van in ieder geval één jaar zou worden ingehuurd door Econcern, hetgeen is vastgelegd in een door Berkhout ondertekende memo.

10.4.3 Op 4 juli 2008 heeft Moens aan Berkhout het volgende verzocht:

“Ik heb eens gekeken naar mijn dagen die ik vanaf januari voor Darwind/De Holding heb gewerkt en komt uit op zo,n 26.

Dat is: $21 \times 1200 = 25.200$, excl btw.

Een vraag en een voorstel.

Vraag: vind jij dat bedrag acceptabel?

Voorstel: om ooit enig gedoe te voorkomen (oh, werkte hij al voor econcern, enz). stel ik voor deze werkdagen te boeken op de maand juli.”

De mail van Berkhout d.d. 8 juli 2008 luidt als volgt:

“Namens Dirk meld ik je dat jouw invoice van 21 dagen akkoord is.”

10.4.4 In de notulen van de vergadering van de RvB van Econcern in de periode januari – juli 2008 blijkt niet dat gesproken is over de betrokkenheid van Moens. De Commissie Operatie Schoonschip over de bestuurscultuur binnen de Provincie Noord-Holland heeft vastgesteld dat er sprake was van (schijn van) belangenverstrengeling van Moens ten opzichte van de Provincie Noord-Holland. In het gesprek met Van Wijk en Van der Leun d.d. 20 april 2012 is

door hen verklaard dat tot hun verrassing Berkhout Moens had aangeboden om bij hen te komen om diensten te verrichten. Van der Leun heeft verklaard dat zij expliciet (gedrieën) in de board besproken hadden dat er nooit van een belang van Moens in het verdere succes van Darwind sprake kon zijn. In zijn reactie op het concept-onderzoeksrapport d.d. 12 november 2013 heeft Berkhout aangegeven dat de andere bestuurders gekend waren in het aangaan van de relatie met Moens. Spruijtenburg was – als commissaris van Econcern – wel op de hoogte van de betrokkenheid en de gesprekken met Moens.

10.5 Van Stigt

10.5.1 Van Stigt was gedurende een deel van de jaren 2007 en 2008 in dienst van Ecostream. Van Stigt hield voorts de aandelen in een op 7 oktober 2005 opgerichte Spaanse vennootschap met de naam Eviva Interim Management SL (“**Eviva**”). Op 22 december 2010 is Eviva geliquideerd. Van Stigt was niet alleen enig aandeelhouder maar ook enig bestuurder van Eviva. Blijkens het uittreksel van de Registro Mercantil Central is Van Stigt bij de liquidatie als vereffenaar opgetreden.

10.5.2 Ecostream Spain was met Van Stigt overeengekomen dat Van Stigt in opdracht van Ecostream Spain diverse projecten zou acquireren in Spanje. Van Stigt factureerde via Eviva. Uit hoofde van deze opdrachtrelatie heeft Eviva in de periode van 16 februari 2007 tot en met 21 november 2007 door middel van een zestiental facturen commissies in rekening gebracht bij Ecostream Spain. In totaal heeft Eviva een bedrag van € 514.460,- aan commissies gefactureerd aan Ecostream Spain. Ecostream Spain heeft alle zestien facturen betaald.

10.5.3 Behalve met de acquisitie van projecten, zou Van Stigt medio 2007 ook in onderhandeling zijn geweest met een derde partij in verband met een ten behoeve van Econcern af te sluiten krediet van € 25.000.000,-. Van Stigt heeft naar Econcern doen voorkomen dat Eviva een afsluitprovisie van 1,5% van het totaalbedrag van het krediet zou hebben voorgesloten. Dit volgt uit de omschrijving op de factuur van 15 juni 2007 waarin door Eviva een bedrag van € 435.000,- (incl. BTW) aan Econcern is gefactureerd. Deze omschrijving luidt als volgt:

“Commissie lening voor Econcern (1,5%) voorgesloten door Eviva Interim Management S.L. Lening (groot) EUR 25.000.000,=.”

10.5.4 Het bankafschrift van Econcern van 20 juni 2007 toont aan dat op die dag het bedrag van € 435.000,- aan Eviva is voldaan.

10.5.5 Zowel de projecten als de lening zijn nimmer daadwerkelijk verworven. Van Stigt had Ecostream en Econcern zaken voorgespiegeld die hij, zo bleek achteraf, helemaal niet waar kon maken. Dit heeft Van Stigt onder meer erkend per e-mail van 31 juli 2008 aan Bijl, destijds bedrijfsjurist bij Econcern:

“De bedragen waren bedoeld om business te genereren voor Econcern en Ecostream, dit is helaas tot op heden niet gerealiseerd.”

10.5.6 Toen in 2008 duidelijk werd dat de betalingen onverschuldigd waren voldaan, zijn Econcern en Van Stigt overeengekomen dat de betaalde commissies en afsluitprovisie zouden worden geretourneerd. Op 11 maart 2008 heeft Econcern Van Stigt schriftelijk gesommeerd uiterlijk 1 mei 2008 over te gaan

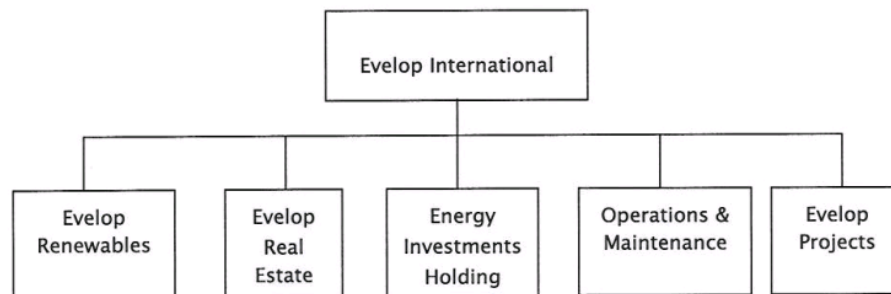
tot retournering van de commissie-betalingen van € 514.460,-. Daarnaast heeft zij op 10 april 2008 aan Van Stigt bevestigd dat ook de afsluitprovisie van € 435.000,- voor 1 mei 2008 dient te worden terugbetaald. Er heeft tot op heden geen betaling plaatsgevonden.

10.5.7 Per brief van 15 november 2011 heeft de advocaat van Van der Leun tekst en uitleg gegeven over de gang van zaken met betrekking tot de betalingen die zijn gedaan aan Van Stigt. In deze brief geeft Van der Leun onder meer aan dat Econcern de terugvordering van de onverschuldigde betalingen niet direct heeft aangepakt, omdat Van Stigt op een cruciale positie zat in de Ecostream-organisatie, hij een centrale rol had bij het innen van de grote openstaande post van het Globasol-project en hij bekend was in de Spaanse zakenwereld. Daarnaast geeft Van der Leun aan dat hij de directie van Econcern op de hoogte heeft gesteld van de werkzaamheden die werden verricht door Van Stigt. Bovendien stelt Van der Leun dat hij de mededelingen van Van Stigt destijds heeft laten checken door een door Econcern ingeschakeld adviesbureau.

10.5.8 Het is onbegrijpelijk waarom Van der Leun heeft besloten om aan (de vennootschap van) Van Stigt in totaal een bedrag van afgerond € 940.000,- te betalen, terwijl Van Stigt daartegenover nog geen enkele concrete prestatie verricht had. Van der Leun heeft ten behoeve van Econcern geen enkele zekerheid voor terugbetaling van dit bedrag bedongen. Evenmin is op voorhand vastgesteld dat er inderdaad door Van Stigt projecten in Spanje zouden worden geacquireerd. De betaling is evenmin afhankelijk gemaakt van het daadwerkelijk tot stand komen van projecten dan wel de financiering.

1. Inleiding

- 1.1 Energy Investments Holding B.V. ("**EIH**") is op 17 mei 2001 opgericht en heeft zich sedert oktober 2003 beziggehouden met het opzetten, exploiteren en beheren van windparken en het beleggen in dergelijke projecten. EIH profileerde zich met haar kennis op het gebied van de financiële en fiscale structuren van windparken. Typhoon B.V. ("**Typhoon**"), een vennootschap van Lange, en Groenhof Holding B.V. ("**Groenhof Holding**"), een vennootschap van Groenhof, hielden vanaf december 2003 de (meerderheid van de) aandelen in EIH.
- 1.2 Op respectievelijk 8 augustus 2006, 30 januari en 11 december 2007 zijn de aandelen EIH door Typhoon en Groenhof Holding geleverd aan Ecoventures. Op 22 januari 2008 is de naam EIH gewijzigd in Evelop Capital B.V. Op 7 mei 2008 zijn de aandelen in Evelop Capital B.V. overgedragen aan Evelop Netherlands B.V.
- 1.3 Groenhof Holding was vanaf december 2003 zelfstandig bevoegd bestuurder van EIH. Op 16 augustus 2007 is Groenhof Holding als bestuurder opgevolgd door Ecoventures B.V.
- 1.4 Blijkens het jaarverslag 2006 van Econcern is EIH in 2006 onderdeel gaan uitmaken van de Evelop organisatie, die als volgt was gestructureerd:



1.5 Blijkens het jaarverslag van Econcern van 2007 is Lange per 1 februari 2007 aangewezen als “Chairman of the Board” en Roos als “Board Member” van de Evelop organisatie. Wasser was verantwoordelijk voor de ontwikkeling van de duurzame energie portfolio en Schiricke voor de operatie van de bestaande duurzame energie projecten. Lange en Roos zijn per 16 oktober 2008 als statutaire bestuurders van Econcern Power Assets International B.V. (voorheen Evelop International B.V.) ingeschreven in de KvK.

1.6 De jaarrekeningen EIH over 2006 en 2007 zijn niet gedeponereerd. EIH is per 1 januari 2008 opgenomen in de fiscale eenheid met Econcern en per die datum meegenomen in de geconsolideerde jaarrekening.

2. Overname EIH door Econcern

2.1 De samenwerking tussen Econcern en EIH is waarschijnlijk gestart bij het Project Q7. In december 2004 hebben zij gezamenlijk Windpark Q7 Holding B.V. (“**Windpark Q7 Holding**”) opgericht.

- 2.2 In 2005 heeft Econcern geconstateerd dat er mogelijkheden waren voor haar om snel te groeien binnen de markt van duurzame energie. De grootste uitdaging bij de ontwikkeling van dergelijke projecten lag volgens Econcern in de financiële techniek daarachter. Econcern beschikte niet over die expertise, reden waarom was besloten de samenwerking met EIH te intensiveren. De bedoeling was om op termijn een aandeel te krijgen in EIH.¹
- 2.3 Voorafgaand aan de overname van EIH heeft JSA Tax Consultancy in opdracht van Berkhout een fiscaal onderzoek gedaan teneinde Nederlandse belastingrisico's bij EIH en haar deelnemingen te identificeren. Het feitenonderzoek voor dit rapport is in maart 2006 afgerond. Na een review van de concept-jaarrekening 2005 van 3 tot 9 augustus 2006, heeft JSA Tax Consultancy op 9 augustus 2006 haar concept-rapport aan Berkhout uitgebracht. Een definitieve versie van dit rapport is niet aangetroffen.
- 2.4 De belangrijkste conclusies die in dit concept-rapport zijn getrokken is dat deelnemingen van EIH in de concept-jaarrekening 2005 zijn gewaardeerd tegen kostprijs, rekening houdend met herwaardering op basis van verwachte fiscale voordelen/winsten. Van deze fiscale voordelen/winsten was het aldus JSA Tax Consultancy echter onzeker of deze benut konden gaan worden. Er bestond volgens JSA Tax Consultancy een reëel risico dat bepaalde deelnemingen fors waren overgewaardeerd. In het rapport zijn bovendien een aantal fiscale issues gedefinieerd die konden leiden tot toekomstige fiscale claims van meer dan € 7,0 miljoen.
- 2.5 De waardering van de deelnemingen in de concept jaarrekening 2005 van EIH (en later dienovereenkomstig opgenomen in haar definitieve jaarrekening

¹ Jaarverslag 2005 Econcern B.V., pagina 8.

2005²⁾ waar JSA Tax Consultancy in haar rapport naar heeft verwezen, was als volgt:

<i>Deelneming</i>	<i>Waardering</i>
<i>Windpark Le Vent B.V.</i>	<i>277.120</i>
<i>Windpark Koegorspolder B.V.</i>	<i>4.518.000</i>
<i>Q7 Holding (50%)</i>	<i>3.530.000</i>
<i>Fibroned C.V. en B.V.'s</i>	<i>108.800</i>
<i>Distriwind Holding B.V.</i>	<i>2.684.531</i>
<i>Rembrand Energy B.V.</i>	<i>126.778</i>
<i>Anderstein XX B.V.</i>	<i>438.489</i>
<i>Anderstein XXII B.V.</i>	<i>207.588</i>

2.6 De waardering van deze deelnemingen onder de noemer financiële vaste activa aan de debetzijde van de balans was in belangrijke mate bepalend voor de omvang van het eigen vermogen van EIH dat per ultimo 2005 volgens deze jaarrekening € 12,4 miljoen bedroeg, bij een balanstotaal van € 16,6 miljoen.

2.7 De reden van de overname van EIH was het inkopen van expertise ter zake het financieel en fiscaal structureren van duurzame energie projecten. Opmerkelijk in dat licht is dat blijkens deze rapportage van JSA Tax consultancy op de financiële en fiscale structuur van de projecten van EIH een en ander viel aan te merken.

² De door GIBO Registeraccountants B.V. goedgekeurde jaarrekening over 2005, die als bijlage 4 is gevoegd bij de koopovereenkomst d.d. 8 augustus 2006 tussen EIH, Groenhof Holding, Typhoon als verkopers en Ecoventures als koper.

Lange heeft in een reactie d.d. 1 november 2013 ten aanzien van de conclusies van JSA Tax Consultancy gesteld dat deze fiscale claims zich niet zouden hebben gerealiseerd. In de EIH projecten hebben zich echter wel degelijk fiscale risico's gerealiseerd. Zo heeft JSA Tax Consultancy onder meer vraagtekens gezet bij het realiteitsgehalte van de waardering van Distriwind door EIH op € 2,6 miljoen, hetgeen was gebaseerd op verwachte fiscale voordelen (onder andere in verband met de EIA). Over de EIA is door Distriwind tot in hoogste instantie geprocedeerd en zij is in het ongelijk gesteld (bij uitspraak van de CRvB d.d. 25 oktober 2007). Ook is door JSA Tax Consultancy in haar rapport gewezen op de risico's verbonden met de wijze waarop EIH omging met winst B.V.'s. Ten aanzien van één van die BV's, Windpark Anderstein L BV ("Anderstein") ging EIH ervan uit dat zij een eerder gevormde herinvesteringsreserve in 2006 zou kunnen laten vrijvallen waarna de winst die daarvan het gevolg was zou kunnen worden afgezet tegen het grotere verlies in 2006 uit hoofde van de overige activiteiten van Anderstein, zodat per saldo geen vennootschapsbelasting verschuldigd zou zijn. De belastingdienst heeft zich echter op het standpunt gesteld dat Anderstein de herinvesteringsreserve reeds in 2005 had moeten laten vrijvallen ten gunste van de belastbare winst. Die winst kon niet gecompenseerd worden met het verlies in 2006. Anderstein heeft zich hiertegen verweerd maar de belastingdienst is in twee rechterlijke instanties in het gelijk gesteld. Dientengevolge is een opgelegde aanslag vennootschapsbelasting 2005 ter hoogte van afgerond € 1,2 miljoen inclusief rente definitief verschuldigd geworden door Anderstein. De latere koper van Anderstein, Ampere Equity Fund, heeft ter zake met succes een claim onder de door EIH in het kader van de verkoop afgegeven garanties ingesteld.

Informatieverstrekking aan RvC

- 2.8 De RvC van Econcern is onjuist c.q. onvolledig geïnformeerd over de uitkomst van deze fiscale due diligence door JSA Tax Consultancy, zo blijkt uit de notulen van de RvC-vergadering van 19 juni en 4 september 2006. In een toelichting op de voorliggende aankoop van EIH heeft Berkhout in de RvC-vergadering van 19 juni 2006 gesteld dat in het due diligence onderzoek (waarin onder meer risico's op fiscale claims tot € 7 miljoen waren geïdentificeerd) geen risico's zouden zijn geïdentificeerd;
- "[...]A limited due diligence was carried out, with a focus on finance and tax issues because these subjects are important to the business that EIH undertakes. No risks were identified. [...]"*
- 2.9 Ten tijde van deze vergadering was het due diligence rapport echter nog niet gereed. Het concept-rapport dateert van 9 augustus 2006 en uit de inleiding bij het rapport blijkt dat het veldwerk daarvoor rond 17 maart 2006 was afgerond maar dat in de periode 3 tot 9 augustus 2006 de jaarrekening van EIH nog is onderzocht. Berkhout kon in deze vergadering dus niet stellen dat het due diligence onderzoek al was uitgevoerd en dat er geen risico's geïdentificeerd waren. Dat laatste bleek ook in strijd met de conclusies in het concept-rapport van 9 augustus 2006, waarin juist een aantal substantiële risico's staat gedefinieerd. Berkhout heeft verzuimd om de RvC over deze risico's te informeren. Ook in de volgende RvC-vergadering van Econcern van 4 september 2006 heeft hij hieromtrent niets vermeld.
- 2.10 Voorts heeft Berkhout de commissarissen in de vergadering van 19 juni 2006 voorgehouden dat de investering in EIH aantrekkelijk zou zijn, omdat de toekomstige dividenden veelbelovend zouden zijn. In een in die vergadering

behandeld memo is melding gemaakt van een binnen EIH vrij beschikbare liquiditeit van € 6,6 miljoen uit de projecten Distridam, Koegorspolder en Q7 Holding:

“Economically the participation will contribute from day one to the turnover and profit of Econcern.

Running projects	MW	Free Cash	Result	NPV (10 yrs)
Distridam (50%) wind onshore	15	600,00		4,000,000
Koegorspolder (100%) wind onshore (E)	44	3,000,000		20,000,000
Q7 Holding (25%) wind off shore (E)	120	3,000,000	4,000,000	20,000,000
Afrikahaven (10% + buy back after 5 yrs) wind on shore	26	*****	3,000,000	*****
Rate	8%			

Portfolio	MW	Fin close/Building
France (50%) wind on shore (E)	60	2007
Netherlands (50%) wind on shore	110	2007
Portugal (100%) wind on shore	187	2008
Bio mass Digestion (50%) (E)	5	2006
Bio mass Large (50%) (E)	100	2006/07

(E) = Econcern holds same % of the project; equal to EIH”

Niet gebleken is dat deze liquiditeiten ook daadwerkelijk beschikbaar waren. Hier is ook geen concrete onderbouwing van aangetroffen. Sterker nog, bijvoorbeeld het Project Koegorspolder, met volgens Berkhout een “free cash” van € 3 miljoen, bevond zich ten tijde van de commissarisvergadering slechts in een beginstadium; de vergunningen waren nog niet onherroepelijk (de bezwaarfase liep nog, waarop een procedure bij de Raad van State is gevolgd) en er was sprake van vertraging in de oorspronkelijk op 15 juni 2006 geplande financial close datum. Van beschikbare liquiditeiten was geen sprake, het Project Koegorspolder kostte alleen maar geld.

Totstandkoming koopprijs eerste tranche EIH

- 2.11 Opvallend is dat voor het sluiten van de koopovereenkomst d.d. 8 augustus 2006 tussen EIH, Groenhof Holding, Typhoon als verkopers en Ecoventures als koper (hierna: “**SPA EIH**”) het concept rapport van JSA Tax Consultancy van 9 augustus 2006 niet is afgewacht. Voordat het concept-rapport werd afgegeven is ook de aandeelhoudersovereenkomst (“**Aandeelhoudersovereenkomst EIH**”) getekend en heeft Ecoventures de 50,0004% van de aandelen EIH van Groenhof Holding en Typhoon geleverd gekregen. EIH bezat per 3 juli 2006 zelf 393.300 aandelen in haar eigen kapitaal (17,4808%). Groenhof Holding heeft 937.501 en Typhoon 187.500 aandelen van de totaal 2.250.000 aandelen (waarvan dus 393.300 ingekocht) aan Ecoventures verkocht tegen een koopprijs van respectievelijk € 5 miljoen en € 1 miljoen (€ 5,33 per aandeel).
- 2.12 Hoe deze koopprijs tot stand is gekomen is onduidelijk. Hieraan heeft geen externe waardering ten grondslag gelegen. Het bestuur heeft dienaangaande verklaard dat de koopprijs de resultante is geweest van door Berkhout met Lange en Groenhof gevoerde onderhandelingen. Daarbij zou Econcern vooral acht hebben geslagen op de (toekomstige) kasstromen van de windenergieprojecten van EIH (met name van Q7, Distridam, Afrikahaven en Koegorspolder).³ Daarnaast zou EIH voor Econcern met name een strategische waarde hebben gehad; het binnenhalen van fiscale en financiële kennis en het verwerven van de projecten van EIH, waaronder haar (indirect 25%) aandeel in het Project Q7.

³ Verslag van het gesprek tussen curatoren en Van Wijk en Van der Leun d.d. 20 april 2012, hoofdstuk 2 en memorandum d.d. 26 september 2012 van Cornegoor, antwoorden op door curatoren gestelde vragen 31 t/m 34.

- 2.13 Er is echter geen documentatie aangetroffen met een onderbouwing van eventuele (toekomstige) kasstromen uit de betreffende projecten. Vast staat in ieder geval dat er ten tijde van de overname van EIH slechts één van de genoemde projecten, namelijk Distridam, was gerealiseerd. De realisatie van Koegorspolder was nog allesbehalve zeker, alleen al omdat de voor realisatie van dat project benodigde vergunningen nog niet waren verkregen en de financiering niet rond was. Bovendien was uit het fiscale due diligence onderzoek gebleken dat EIH haar projecten niet zonder substantiële fiscale risico's had weten te structureren alsmede dat zij de in haar jaarrekening genoemde projecten waarschijnlijk aanzienlijk had overgewaardeerd. Mede gelet op de kritische kanttekeningen in het due diligence rapport van JSA Tax Consultancy bij de fiscale en financiële structurering van de projecten van EIH, valt de substantiële koopprijs van € 6 miljoen die voor het 50% belang in EIH is betaald, niet te verklaren.
- 2.14 Ecoventures hoefde de koopprijs voor de aandelen EIH pas op 29 december 2006 te betalen of, indien dat eerder zou plaatsvinden, op de datum van herfinanciering van een lening van Econcern van € 15 miljoen aan Windpark Q7 Holding (waarin EIH voor 50% participeerde). Ecoventures was vanaf 8 augustus 2006 tot aan het moment van betaling van de koopprijs wel al een forse rente aan Typhoon en Groenhof Holding verschuldigd, gelijk aan de 3-maands-Euribor + 9%.⁴ Onduidelijk is waarom deze uitgestelde betaling is overeengekomen en om welke reden Ecoventures een dergelijk hoge rente aan Typhoon en Groenhof Holding zou moeten betalen. Een onderbouwing hiervan is niet aangetroffen.

⁴ Artikel 2.3 SPA EIH.

2.15 Wel is een e-mail aangetroffen van 7 september 2006 van Berkhout aan Van Wijk en Van der Leun, waarin Berkhout heeft verzocht om directe uitbetaling van de koopprijs aan Typhoon en Groenhof Holding, onder aftrek van een bedrag van € 1,5 miljoen, welk bedrag op grond van artikel 6 van de SPA EIH per datum betaling koopsom door Groenhof Holding aan Econcern zou worden geleend. Berkhout heeft deze uitbetaling onder andere gemotiveerd met het argument dat er meerdere partijen zouden zijn die de binnen EIH beschikbare cashflows zouden willen kopen. Er zou in dat kader door PwC een due diligence naar EIH worden uitgevoerd. De verkoop van de cashflows van EIH zou volgens Berkhout na aftrek van kosten leiden tot een binnen EIH netto beschikbaar resultaat van € 48 miljoen over een periode van 10 jaar, namelijk t/m 2016:

“(...) EIH heft enige weken geleden het initiatief genomen om de cash-flows welke uit deze projecten beschikbaar komen ten gelde te maken. E.e.a. is nu in de due diligence fase (PWC) omdat er een partij (meerdere) is die deze cash-flows wil kopen.

De verwachte vergoeding hieruit voortvloeiend komt dan per direct beschikbaar bij EIH en zal er min of meer als volgt uit zien:

Waarde vrij beschikbare cashflow nivo EIH	6%	71,150,719
		<i>Periode tm 2016</i>
– <i>beschikbare cash-flow ca. 7 milj euro/yr</i>		
– <i>multipl = 9 (er zijn van 2 partijen proposals hiervoor)</i>		
– <i>vergoeding = 9 * 5 = 63 milj euro⁵</i>		

⁵ De rekensom van Berkhout in deze e-mail klopt overigens niet. Vermoedelijk moet dit zijn 9 * 7 milj = 63 miljoen.

- *vergoedingen welke door EIH moeten worden betaald voortvloeiend uit de projecten ca. 15 milj*
 - *netto beschikbaar (resultaat !) derhalve = 63 - 15 = 48 milj. (...)"*
- NB: dit houdt dus in dat we hiermee de inkomsten van EIH uit de projecten waaraan wordt deelgenomen hebben verkocht. Hierdoor is EIH zeer wel in staat om haar verplichtingen jegens Q7H en eventueel andere projecten na te komen."*

Na deze positieve berichtgeving over de liquiditeit van EIH is dezelfde dag nog de betaling aan Typhoon en Groenhof Holding in gang gezet.

- 2.16 Nergens blijkt echter van een daadwerkelijk bod op de (toekomstige) inkomsten van EIH uit de projecten. Van verkoop van de inkomsten uit de projecten, of van een opbrengst van € 48 miljoen binnen EIH is evenmin gebleken. Ook een due diligencerapport of andere stukken van PwC aangaande de due diligence naar EIH, waaraan Berkhout heeft gerefereerd, zijn niet aangetroffen. Daarentegen is gebleken dat, anders dan Berkhout in zijn e-mail van 7 september 2006 stelde, EIH op dat moment (nog steeds) niet in staat was om haar verplichtingen ten aanzien van de projecten waar zij in participeerde, na te komen. Groenhof Holding heeft namelijk ruim een maand na de vaststelling door Berkhout dat EIH over voldoende financiële middelen zou beschikken, bij geldleningsovereenkomst d.d. 31 oktober 2006, een geldlening van € 297.500 aan EIH verstrekt, omdat, zo is letterlijk in de considerans van de geldleningsovereenkomst
- ("Geldleningsovereenkomst Groenhof EIH I")** bepaald: *"EIH mogelijk tijdelijk over onvoldoende eigen middelen beschikt"*.

2.17 Op diezelfde datum heeft Groenhof Holding nóg een geldlening aan EIH verstrekt ter hoogte van een bedrag van totaal € 950.000 ter zake de inkoop door EIH van eigen aandelen (hierna: “**Geldleningsovereenkomst Groenhof EIH II**”). Volgens de geldleningsovereenkomst d.d. 31 oktober 2006 betrof het aandelen die EIH van Groenhof Holding had gekocht (welke laatste deze aandelen op haar beurt van andere aandeelhouders zou hebben overgenomen). Uit het aandeelhoudersregister EIH blijkt dat EIH drie maanden eerder, op 3 juli 2006, eigen aandelen had ingekocht van Groenhof Holding. Het ging blijkens een akte van levering aandelen van die datum om door Groenhof Holding aan EIH geleverde 393.000 eigen aandelen tegen een koopprijs van € 2.097.601,80 (dit is € 5,33 per aandeel). Hoewel de overeenkomst van geldlening tussen Groenhof Holding en EIH dat niet vermeldt, moet ervan uitgegaan worden dat de geldlening van Groenhof Holding aan EIH strekte ter financiering van de aan Groenhof Holding te betalen koopprijs vanwege deze inkoop van aandelen. Uit een koopovereenkomst d.d. 16 november 2005 blijkt dat (Hugo) Van Oord c.s. en Pellenaars voorheen mede aandeelhouders waren in EIH en op die datum hun totaal 281.025 aandelen EIH hadden verkocht aan EIH, tegen een koopprijs van € 800.000 (dit is € 2,84 per aandeel). Deze aandelen zijn vervolgens niet geleverd aan EIH, maar aan Groenhof Holding (op 12 april 2006), welke laatste deze aandelen blijkens het voorgaande drie maanden later tegen een aanzienlijk hogere koopprijs (voor € 5,33 per aandeel) heeft door geleverd aan EIH.

2.18 Er is geen verklaring gevonden noch verkregen voor het feit dat EIH en later Econcern een aanzienlijk hogere koopprijs voor de aandelen EIH hebben moeten betalen dan de koopprijs die Groenhof Holding kort daarvoor (op 12 april 2006) voor diezelfde aandelen had betaald aan (Hugo) Van Oord c.s. en

Pellenaers (€ 5,33 versus € 2,84 per aandeel, dus bijna het dubbele). Deze hoge koopprijs roept temeer vragen op omdat in 2005 door (Groenhof Holding in haar hoedanigheid van bestuurder van) EIH aan haar opdrachtnemer Phi Capital was toegezegd dat Phi Capital maximaal 11,11% van de eigen aandelen van EIH *om niet* zou kunnen overnemen. Deze afspraak is in de Aandeelhoudersovereenkomst EIH op 8 augustus 2006 nog eens bevestigd.

- 2.19 Groenhof Holding en Typhoon hebben Ecoventures vóór het sluiten van de SPA EIH op 8 augustus 2006 waarschijnlijk niet op de hoogte gesteld van deze forse schuld van EIH aan Groenhof Holding ter zake van een inkoop van eigen aandelen EIH die vlak voor de overname, op 3 juli 2006 had plaatsgevonden. Deze schuld blijkt niet uit de SPA EIH, de bij de overname door EIH verstrekte cijfers of uit andere documentatie. In het jaarverslag van de directie bij de jaarrekening EIH 2005 d.d. 28 juni 2006 heeft Groenhof melding gemaakt van het feit dat hij aandelen van medeaandeelhouders in EIH had overgenomen, maar niet van de substantiële vordering die Groenhof Holding op EIH zou verkrijgen vanwege de doorverkoop van die aandelen, die een week na het opmaken van dit directieverslag heeft plaatsgevonden.
- 2.20 Er is ook geen documentatie aangetroffen van een schriftelijk besluit van Groenhof Holding en Berkhout tot het aangaan van de geldleningsovereenkomsten d.d. 31 oktober 2006 tussen Groenhof Holding en EIH, die Groenhof beide zowel namens Groenhof Holding als namens EIH heeft getekend. Evenmin is gebleken dat Ecoventures hierover is geïnformeerd, terwijl een mede door Berkhout getekend bestuursbesluit en de toestemming van de aandeelhouders wel een vereiste was voor het aangaan van dergelijke leningen op grond van de tussen Typhoon, Groenhof

Holding, EIH en Ecoventures gesloten aandeelhoudersovereenkomst.

Groenhof Holding heeft deze overeenkomsten dus in strijd met deze aandeelhoudersovereenkomst gesloten.

- 2.21 Uit een e-mailwisseling tussen Groenhof en Van Holst van 4 en 11 juli 2007, blijkt dat Groenhof begin juli 2007 de terugbetaling van de leningen uit hoofde van de Geldleningsovereenkomst Groenhof EIH I en II met Berkhout heeft besproken en een eerste aflossing van € 200.000,- op de door hem aan EIH verstrekte leningen van Econcern betaald heeft gekregen.
- 2.22 Op 18 december 2007 heeft Groenhof Econcern verzocht om al de nog openstaande leningen van Groenhof Holding aan Econcern en EIH (het ging totaal om een bedrag van afgerond € 5 miljoen) af te lossen op door hem in een leningenoverzicht aangegeven data en voorts heeft hij verzocht om betaling van rente.⁶
- 2.23 Berkhout heeft de door Groenhof verzochte betaling van rente over en aflossing van de leningen van Groenhof Holding aan EIH en Econcern in een e-mail van 23 januari 2008 geaccordeerd. Het is echter de vraag of Groenhof Holding recht had op uitbetaling van al deze bedragen. Dat geldt in het bijzonder ten aanzien van de leningen ad ruim € 1 miljoen die Groenhof in strijd met de aandeelhoudersovereenkomst namens Groenhof Holding aan EIH had verstrekt. En bovendien betrof de lening ad ruim € 900.000,- een schuld van EIH waarover Ecoventures bij de overname van de aandelen EIH

⁶ Groenhof Holding had niet alleen twee leningen aan EIH verstrekt, maar ook nog een drietal leningen aan Econcern ad totaal € 4 miljoen tegen een rente van 8% (waarvan twee voor de financiering van de aan hem te betalen koopprijs voor de aandelen EIH), zo blijkt uit een e-mailwisseling tussen Groenhof, Kisjes, Berkhout en Steen d.d. 18 december 2007 tot 24 januari 2008.

waarschijnlijk ten onrechte niet was geïnformeerd door Groenhof Holding en/of Typhoon. Curatoren hebben deze kwestie nog in onderzoek.

- 2.24 Op 16 oktober 2006 heeft de RvB van Econcern besloten dat ook de overige aandelen EIH van Groenhof Holding en Typhoon zouden worden gekocht, tegen een earn out vergoeding van maximaal € 3 miljoen.⁷ Berkhout heeft vervolgens wederom de onderhandelingen gevoerd met Groenhof en Lange over deze aankoop en de door Ecoventures te betalen koopprijs.
- In een e-mail van Berkhout van 25 oktober 2006 aan Van Wijk en Van der Leun heeft Berkhout bevestigd dat er sprake zou zijn van een earn out vergoeding, die pas aan Typhoon en Groenhof Holding betaald zou worden als de financiële situatie bij EIH in lijn zou zijn met de verwachtingen van Econcern. Dit werd volgens Berkhout pas op zijn vroegst eind 2007 verwacht. Berkhout heeft voorts geschreven dat hij inmiddels één dag per week bij EIH aanwezig was: *“met het doel om de organisatie op de rit te zetten. Dit is absoluut nodig en ik zal dan ook op korte termijn in grijpen in eea.”*
- 2.25 Opmerkelijk is dat het resultaat van de door Berkhout gevoerde onderhandelingen⁸ afweek van het eerdere bestuursbesluit en de bevestiging daarvan in genoemde mail van Berkhout van 25 oktober 2006, om geen vaste koopprijs voor de aandelen te betalen. De met Lange en Groenhof overeengekomen koopprijs voor de bij Typhoon resterende aandelen EIH (352.950 aandelen, zijnde 15,69 %) bestond niet alleen uit een earn out van maximaal € 1 miljoen, maar tevens uit een direct te betalen koopsom van € 600.000,-, zo blijkt uit een akte van levering tussen Ecoventures en

⁷ Dit blijkt uit de notulen van de RvB vergadering van Econcern d.d. 16 oktober 2006.

⁸ Cornegoor heeft namens Berkhout en Lange in een memorandum van 26 september 2012 verklaard dat deze onderhandelingen in de slotfase ook door Van Wijk zouden zijn gevoerd, terwijl Van Wijk en Van der Leun op 20 april 2012 tegenover curatoren hebben verklaard dat Berkhout zich hiermee bezig hield.

Typhoon van 30 december 2006.⁹ Daarnaast heeft Typhoon 164.667 aandelen Econcern toegezegd gekregen, die op dat moment volgens Van der Leun een waarde van € 1,29 miljoen vertegenwoordigden¹⁰, waardoor de totale aan Typhoon te betalen vaste koopprijs op € 1,89 miljoen uitkwam en vermeerderd met de (maximale) earn out op totaal € 2,89 miljoen. Per aandeel bedroeg de met Typhoon eind december 2006 overeengekomen koopprijs aldus € 8,18 (en zonder de earn out € 5,35). Waarom de met Typhoon in december 2006 overeengekomen koopprijs voor de aandelen hoger was dan de enkele maanden daarvoor, in augustus 2006 aan haar betaalde koopprijs van € 5,33 per aandeel, is onduidelijk. Voorts was deze koopprijs aanzienlijk hoger dan de een maand later met Groenhof Holding overeengekomen koopprijs per aandeel EIH.

2.26 Met Groenhof Holding is een vaste koopprijs van € 1,5 miljoen (voor 378.749 aandelen, zijnde 16,83 % en aldus van € 3,96 per aandeel) overeengekomen, dus evenmin een earn out.¹¹

2.27 Voorts valt op dat ter zake de koop en levering van deze resterende aandelen van Typhoon en Groenhof Holding aan Ecoventures amper garanties zijn overeengekomen. Het verstrekken van garanties voor deze tweede tranche zou volgens Berkhout en Lange niet nodig en ongebruikelijk zijn, omdat Econcern reeds meerderheidsaandeelhouder van EIH was.¹² Of Econcern uit dien hoofde voldoende bekend was met de risico's binnen EIH en het daarom

⁹ Artikel 3.

¹⁰ Dit blijkt uit een e-mail van Van der Leun d.d. 28 december 2006.

¹¹ Artikel 2 van de akte van koop en levering van aandelen Energy Investments Holding B.V. d.d. 30 januari 2007 (een separate koopovereenkomst is niet aangetroffen). De koopprijs van € 1,5 miljoen is gefinancierd met een gelijktijdig verstrekte lening door Groenhof Holding aan Ecoventures.

¹² Antwoord Berkhout en Lange op vraag 35 van curatoren in memo Cornegoor d.d. 26 september 2012.

logisch was dat zij krap een half jaar na de levering van de eerste tranche geen garanties meer vroeg bij de levering van de rest van de aandelen, is echter niet gebleken. In de eerste plaats had Berkhout eind oktober 2006 geconstateerd dat de organisatie van EIH niet op orde was, hetgeen juist reden lijkt voor het vragen van garanties, zeker omdat er – anders dan binnen het bestuur van Econcern was besloten – een vaste koopprijs werd betaald, die voor de aandelen van Typhoon bovendien hoger was dan de in augustus 2006 betaalde koopprijs per aandeel.

2.28 De wijze van totstandkoming van de waardering van de rest van de aandelen was net als bij de eerste tranche onduidelijk. Bovendien was de aan Typhoon betaalde koopprijs voor de rest van de aandelen niet alleen hoger dan die bij de eerste tranche per aandeel was betaald, maar de totale koopprijs voor de aandelen van Typhoon én Groenhof Holding was ook niet in overeenstemming met het dienaangaande op 16 oktober 2006 genotuleerde bestuursbesluit. Volgens dat besluit zou de koopprijs immers volledig moeten bestaan uit een earn out van maximaal € 3 miljoen, terwijl het resultaat van de onderhandelingen een hogere totale koopprijs was, namelijk inclusief de door Van der Leun eind 2006 begrote waarde van de aan Typhoon toegezegde aandelen Econcern en inclusief de earn out, € 4,39 miljoen. Deze koopprijs was voor een bedrag van totaal € 2,1 miljoen vast, bestond uit betaling in aandelen die gewaardeerd waren op € 1,29 miljoen en bestond voor € 1 miljoen uit een earn out.

2.29 De RvB heeft de reden van deze van het bestuursbesluit afwijkende hogere koopprijs niet kunnen verklaren, anders dan dat de notulen volgens de verklaring van Berkhout en Lange op dit punt niet zorgvuldig geredigeerd zouden zijn. Deze transactie zou volgens hen wel overeenstemmen met het

bestuursbesluit ter zake.¹³ Dat lijkt echter onaannemelijk gelet op het feit dat ook Berkhout in zijn e-mail van 25 oktober 2006 uitging van een earn out, althans van een betaling afhankelijk van het op orde krijgen van de financiële situatie bij EIH (op zijn vroegst eind 2007). En bovendien strookt dit ook niet met de e-mail van Van der Leun van 28 december 2006, waarin hij reeds ten aanzien van de op dat moment voorliggende verkoop van de aandelen EIH door Typhoon heeft geconstateerd dat de overeengekomen koopprijs niet in lijn was met het bestuursbesluit:

“De overdracht van 1% van Econcern (Bas, moeten dat geen certificaten worden) wordt in de akte als deel van de betaling van de aandelen EIH gezien. Bij een waarde van € 8.00 zou de huidige betaling dan in totaal overeenkomen met € 1,89 miljoen (+ earnout). Dient dan meegenomen te worden in de jaarrekening.

Initiële vergoeding en earn-out regeling zijn m.i. nog wat anders dan in de board besproken. Neem aan dat het onderhandelingsresultaat Dirk-Dennis is?”

- 2.30 Vlak voor de levering van de resterende aandelen van Groenhof Holding in EIH is in een vergadering van de RvB van Econcern op 29 januari 2007 nog wel genotuleerd dat de koopprijs € 1,5 miljoen zou bedragen en dat deze koopprijs door Groenhof Holding aan Econcern (dat was in werkelijkheid een lening aan Ecoventures) zou worden geleend. De reden voor de afwijking van de aanvankelijk door de RvB vastgestelde vorm van de koopprijs is niet genotuleerd.

¹³ Antwoord Berkhout en Lange op vraag 37 van curatoren in memo Cornegoor d.d. 26 september 2012.

- 2.31 In hoeverre bij het bepalen van deze hogere koopprijs de bedragen die EIH blijkens een e-mail van Van der Leun van 12 december 2006 aan Van Holst aan Econcern verschuldigd was vanwege door Econcern verstrekte leningen voor de Projecten Koegorspolder en Q7 is niet duidelijk. Kennelijk was EIH ter zake een door Econcern verstrekte lening aan WinWind op 12 december 2006 in ieder geval een bedrag van € 7 miljoen aan Econcern verschuldigd.¹⁴
- 2.32 Berkhout en Lange hebben verder nog gesteld dat ook de RvC goedkeuring zou hebben verleend aan deze aankoop van de resterende aandelen EIH. Dat zou blijken uit aan de RvC verstrekte stukken in verband met deze transactie.¹⁵ Er zijn echter geen stukken aangetroffen, noch door Berkhout en Lange verstrekt, waaruit een en ander blijkt. De verkoop van de resterende aandelen EIH is evenmin genotuleerd in commissarisvergaderingen eind 2006/begin 2007.

3. (Earn out) betalingen aan Typhoon mei 2008

- 3.1 In een e-mail van 8 april 2008 heeft Berkhout aangekondigd dat na financial close van Sustain een aantal bedragen aan Lange voldaan dienden te worden. Hieraan is ook uitvoering gegeven. Blijkens de daarop volgende e-mailwisseling uit april en mei 2008, zou een aan Typhoon te betalen bedrag van € 1,1 miljoen voortvloeien uit de verkoop van aandelen EIH door Typhoon aan Ecoventures. In het kader van de verkoop van de tweede tranche van de aandelen EIH was in de Akte van levering d.d. 30 december 2006 met Typhoon overeengekomen dat zij naast de vaste koopprijs recht had op een

¹⁴ Dit blijkt uit een e-mailwisseling Van Holst en Van der Leun d.d. 12 en 20 december 2006.

¹⁵ Antwoord Berkhout en Lange op vraag 37 van curatoren in memo Cornegoor d.d. 26 september 2012.

earn-out vergoeding van maximaal € 200.000,- per project, voor de op dat moment door EIH gehouden projecten. Totaal kon die earn-out op grond van deze Akte van levering slechts € 1 miljoen bedragen (en dus nooit € 1,1 miljoen). En vanwege de status van de betreffende projecten in mei 2008 had Typhoon in mei 2008 op dat moment slechts recht op afgerond € 800.000,-.

- 3.2 Daarnaast zou Typhoon recht hebben op een fee ad € 125.000,- vanwege de “first closing” van Ampère Fund. Ook daarvoor is geen grondslag aangetroffen en evenmin is ter zake een bestuursbesluit genotuleerd. Datzelfde geldt voor een bonus van € 240.000,- over 2007 die ook onderdeel uitmaakte van deze betalingen aan Typhoon. Op grond van artikel 3.3 van de overeenkomst van opdracht d.d. 8 april 2008 tussen Typhoon en Econcern betrof dit de maximale bonus waarop Typhoon recht zou hebben als zij haar nader vast te stellen targetvoorwaarden zou hebben gerealiseerd. Deze targetvoorwaarden zijn niet aangetroffen. Of Typhoon recht had op deze bonus (naast haar reeds aanzienlijke managementvergoeding per jaar van € 360.000,= die zij van Econcern ontving voor haar managementwerkzaamheden voor Evelop) is niet gebleken.
- 3.3 Hamer, werkzaam bij de financiële administratie van Econcern, heeft in een memo van 27 mei 2008 aan Van Wijk, Berkhout en Van der Leun de conclusie getrokken dat aan Typhoon meer is betaald dan hetgeen in het kader van de verkoop van zijn aandelen was overeengekomen. Hij meende dat de RvB daarom aan de uitbetaling haar goedkeuring diende te verlenen en het betreffende memo diende te tekenen. Uit een e-mail van Hamer aan Bijl d.d. 2 januari 2009 blijkt dat Berkhout dat memo niet heeft willen tekenen.

- 3.4 Gelet op het voorgaande is dan ook de vraag of Typhoon niet € 665.000,= (te weten € 300.000,= plus € 125.000,= plus € 240.000,=) meer uitbetaald heeft gekregen dan waarop zij op grond van de met Econcern gesloten overeenkomsten (akte levering aandelen d.d. 30 december 2006 en overeenkomst van opdracht d.d. 8 april 2008) recht had.
- 3.5 Lange heeft in een reactie d.d. 1 november 2013 op deze gang van zaken uitgelegd dat hij meer uitbetaald had gekregen, omdat er vanuit Econcern een achterstand van 18 maanden was ontstaan in de betaling van zijn managementfees en omdat aanvankelijk aan hem in het kader van de koop van de tweede tranche van de aandelen ElH aandelen in het kapitaal van Econcern waren toegezegd, terwijl dat uiteindelijk certificaten zijn geworden die met vertraging zouden zijn geleverd. Dit betoog overtuigt niet. In de eerste plaats blijkt uit de e-mailwisseling ter zake van de uitbetaling van de earn-out en bonus geenszins dat Lange meer uitbetaald kreeg om genoemde redenen (sterker nog, Hamer concludeerde dat hij meer uitbetaald kreeg dan waarop hij recht had). Bovendien blijkt uit die e-mailwisseling (een e-mail van Hamer aan Lange d.d. 21 mei 2008) niet dat er sprake was van een betalingsachterstand, maar dat Lange had verzuimd om facturen te zenden voor managementfees over 2007 en 2008. De managementovereenkomst met Typhoon is kennelijk ook pas op 8 april 2008 door Lange getekend. Lange heeft voor het eerst op 28 mei 2008 facturen verzonden ter zake zijn managementfee over februari 2007 tot en met mei 2008. Het lijkt onder die omstandigheden niet waarschijnlijk dat er sprake was van een betalingsachterstand. Wat betreft de aandelen Econcern geldt dat deze niet onvoorwaardelijk aan Lange waren toegezegd. Ter zake was juist het voorbehoud van toestemming van de RvC gemaakt en die toestemming is niet verkregen. Lange had dus geen onvoorwaardelijk recht op aandelen

Econcern, dus waarom hij voor het feit dat hij “slechts” certificaten heeft verkregen zou moeten worden gecompenseerd, is niet duidelijk. Curatoren onderzoeken deze kwestie nader.

4. Achteraf vastgestelde koopprijs aandelen EIH en Bright Capital

4.1 In een in de administratie van Econcern aangetroffen overzicht is als totale acquisitieprijs voor EIH een bedrag van € 12,75 miljoen genoemd. De prijs per aandeel zou volgens dit overzicht zijn bepaald op € 7,81 met een discount van 30% naar € 5,33 per aandeel. Hoe de waardering ter zake tot stand is gekomen, is, zoals hiervoor uiteen is gezet, onduidelijk.

4.2 Het bedrag van € 12,75 miljoen bestond volgens laatstgenoemd overzicht uit de navolgende onderdelen:

<i>totaalprijs aandelen Groenhof Holding</i>	<i>€ 6,5 miljoen</i>
<i>totaalprijs aandelen Typhoon</i>	<i>€ 2,6 miljoen (incl. 1 miljoen earn out)</i>
<i>€ 0,9 miljoen (certificaten Econcern)</i>	
<i>betalingen Bright Capital</i>	<i>€ 1,25 miljoen (10% participatie BC)</i>
<i>€ 1,72 miljoen (management-vergoedingen)</i>	
<i>€ 0,08 miljoen (additionele vergoeding vanwege regeling met BC)</i>	
<i>Bijdrage Groenhof aan Bright settlement</i>	<i>(€0,3 miljoen)</i>

4.3 De aan Bright Capital betaalde bedragen vloeiden voort uit een samenwerkingsovereenkomst d.d. 29 mei 2007. In deze samenwerkingsovereenkomst hebben Econcern en EIH aan Bright Capital de

opdracht gegeven tot het verrichten van bepaalde werkzaamheden. Valk zou werkzaamheden gaan verrichten als CEO van EIH en board member van Evelop International, Vermolen als hoofd juridische & fiscale zaken van Econcern en Phijffer als project (finance) manager ten behoeve van de projecten van Econcern en EIH, een en ander tegen een over 2007 en 2008 totaal aan Bright Capital te betalen “onvoorwaardelijke” fee inclusief bonussen van € 1,72 miljoen.¹⁶

- 4.4 Verder is in die samenwerkingsovereenkomst afgesproken dat Econcern via Ecoventures een 10% participatie in Bright Capital Partners B.V. (“**Bright Capital Partners**”) zou verkrijgen. Econcern heeft in dat kader € 1,25 miljoen betaald tegen verkrijging van certificaten van aandelen in Bright Capital Partners. Er is geen analyse aangetroffen van de waarde van Bright Capital Partners. Uit de samenwerkingsovereenkomst kan slechts worden opgemaakt dat Valk, Vermolen en Phijffer naast hun werkzaamheden voor Evelop en Econcern ook vanuit Bright Capital Partners bepaalde werkzaamheden zouden gaan verrichten. Bright Capital Partners was in het kader van deze verkoop kennelijk gewaardeerd op € 12,5 miljoen (Econcern betaalde € 1,25 miljoen voor een 10% belang), terwijl het in feite een lege vennootschap was. Lange heeft op 1 november 2013 toegelicht dat de achtergrond van deze transactie was dat aan Valk, Vermolen en Phijffer in een eerder stadium de verwerving van aandelen EIH zou zijn toegezegd, aan welke toezegging in verband met de overname van EIH door Econcern geen uitvoering kon worden gegeven. Waarom Econcern deze kosten dan vervolgens voor haar rekening moest nemen, naast de forse koopprijs die zij voor de aandelen EIH had moeten betalen, is echter niet duidelijk.

¹⁶ In artikel 1.5 van de Samenwerkingsovereenkomst Bright Capital is bepaald dat deze fee inclusief bonussen onvoorwaardelijk is.

4.5 Minder dan vier maanden na het sluiten van de samenwerkingsovereenkomst met Bright Capital is een geschil ontstaan tussen Econcern en Bright Capital. Dit geschil spitste zich toe op de vraag of de in de samenwerkingsovereenkomst overeengekomen managementvergoedingen inclusief of exclusief BTW waren. Bright Capital heeft betaling door Econcern van een aantal openstaande facturen gevorderd. Voorts heeft Bright Capital op grond van de samenwerkingsovereenkomst vanwege te late betaling door Econcern teruglevering om niet van de bij Econcern in het bezit zijnde certificaten van 10% van de aandelen in Bright Capital gevorderd.¹⁷

4.6 De bij dagvaarding van 5 oktober 2007 door Bright Capital jegens Econcern, Ecoventures en EIH ingestelde vorderingen hebben geresulteerd in een vaststellingsovereenkomst van 3 december 2007. Opmerkelijk is dat Econcern in het kader van deze vaststellingsovereenkomst een hogere vergoeding met Bright Capital is overeengekomen dan in de dagvaarding was gevorderd, namelijk naast de in de dagvaarding gevorderde openstaande management facturen van afgerond € 20.000,-, een beëindigingsvergoeding van € 1,8 miljoen. Verder heeft Econcern zich verplicht om de op 7 juni 2007 tegen betaling van € 1,25 miljoen verkregen certificaten van aandelen in Bright Capital Partners uiterlijk op 4 december 2007 om niet terug te leveren aan Bright Capital.

¹⁷ Op grond van artikel 4.5 van de samenwerkingsovereenkomst met Bright Capital is Econcern gehouden om deze certificaten om niet aan te bieden indien zij haar betalingsverplichtingen uit hoofde van de samenwerkingsovereenkomst niet nakomt.

5. Conclusies EIH financieel

- 5.1 De slotsom is dat Ecoventures naast de totale koopsom voor de aandelen EIH van afgerond € 10 miljoen¹⁸ nog eens afgerond € 3 miljoen¹⁹ heeft betaald voor een samenwerking met Bright Capital die nooit tot stand lijkt te zijn gekomen en vier maanden na het sluiten van de samenwerkingsovereenkomst is ontwaard in een juridische procedure. Voor deze € 3 miljoen hebben Vermolen, Valk en Phijffer maximaal vier maanden managementwerkzaamheden voor Econcern verricht.
- 5.2 Voorts heeft Ecoventures EIH overgenomen, terwijl zij in betalingsproblemen leek te verkeren, Berkhout naar eigen zeggen in haar organisatie moest ingrijpen en deze op de rit moest zetten en bovendien met een waarschijnlijk bij de overname bij Ecoventures onbekende schuld aan Groenhof Holding van maar liefst € 950.000,-. Een schuld waarvan Berkhout desondanks de aflossing heeft geaccordeerd.
- 5.3 Omdat EIH over 2006 en 2007, in strijd met haar wettelijke verplichting daartoe, geen jaarrekeningen heeft opgesteld, laat staan gepubliceerd, bestaat geen duidelijk inzicht in omzet, resultaat en vermogen van EIH in die jaren. Curatoren doen daar nog nader onderzoek naar.

¹⁸ Totaalprijs aandelen Groenhof Holding € 6,5 miljoen, aandelen Typhoon € 2,6 miljoen (incl. earn out) + € 0,9 miljoen certificaten Econcern.

¹⁹ € 1,25 miljoen (aandelen Bright Capital Partners) + € 20.000, (managementvergoeding) + € 1,8 miljoen (beëindigingsvergoeding).

1. Aankoop van het Project Q7 van E-Connection

- 1.1 E-Connection Q7-WP B.V. (**'E-Connection'**) uit Bunnik (later de Ontwikkelingsmaatschappij Q7-WP B.V.) had een plan ontwikkeld voor de realisatie van een 120 MW windpark voor de kust van IJmuiden, bestaande uit 60 windmolens met een capaciteit van 2 MW per windmolen (**'Project Q7'**). Bij koopovereenkomst van 2 november 2004 (hierna: **'Koopovereenkomst E-connection'**) heeft E-connection aan Econcern en ElH gezamenlijk verkocht alle vergunningen en rechten voor de bouw en exploitatie van het Project Q7 alsmede de aandelen in de (totaal tien commanditaire en drie beherende) vennoten in de drie CV's (Kaver Windparken (**'Kaver'**), TellTale Windparken C.V. (**'TellTale'**) en Etesian Windparken C.V. (**'Etesian'**) (gezamenlijk: **'Project C.V.'s'**)), de beoogde eigenaren van het Project Q7.
- 1.2 Op 30 december 2004 hebben Econcern en ElH Windpark Q7 Holding B.V. (**'Windpark Q7 Holding'**) opgericht, die zou gaan fungeren als holdingvennootschap voor het Project Q7. Alle rechten en verplichtingen van Econcern en ElH uit hoofde van de Koopovereenkomst E-connection zijn met toestemming van E-connection overgedragen aan Windpark Q7 Holding. ElH en Econcern zijn wel hoofdelijk aansprakelijk gebleven voor de nakoming van hun (financiële) verplichtingen jegens E-connection. Op 10 juli 2006 Windpark Q7 Holding volledig eigenaar geworden van alle rechten en

verplichtingen met betrekking tot het Project Q7. Econcern en ElH hebben hiervoor in totaal een koopsom van € 13,46 miljoen¹ voldaan.

2. Windpark Q7 Holding – ontwikkelingsfase

- 2.1 Sedert de oprichting van Windpark Q7 Holding in 2004 hadden ElH (waarvan Groenhof via Groenhof Holding tot 16 augustus 2007 indirect bestuurder was) en Ecoventures evenveel zeggenschap in hun hoedanigheid van ieder 50% aandeelhouder en zij voerden ook gezamenlijk het bestuur in Windpark Q7 Holding. De bestuurders waren gezamenlijk bevoegd. In 2005 hield Berkhout zich vanuit Ecoventures met name bezig met de contractering voor de bouw van het windpark en daarbij behorende prijsvorming en hield Groenhof zich in zijn hoedanigheid van indirect bestuurder (en grootaandeelhouder) van ElH bezig met de financiering en structurering van het windpark. Daartoe vond dagelijks overleg plaats tussen Berkhout en Groenhof. In januari 2005 is een rekening-courant geopend op naam van Windpark Q7 Holding. Tot deze rekening waren Berkhout en Groenhof tekenbevoegd.
- 2.2 Toen de investering in het Project Q7 voor het eerst is voorgelegd aan de RvC op 7 oktober 2004 heeft Berkhout als planning gepresenteerd dat het Project Q7 op 30 november 2004 financial close zou bereiken. Kort daarna is deze planning voor financial close opgeschoven naar eind februari 2005 en zou het park uiterlijk 30 juni 2006 worden opgeleverd, zo is de RvC van Econcern door de RvB in een notitie over Q7 van 8 november 2004 ten behoeve van de RvC vergadering op 17 december 2004 voorgehouden. Hoewel bij de RvB

¹ Hierover is tot aan het Gerechtshof geprocedeerd. Econcern en ElH meenden dat de koopprijs € 10 miljoen bedroeg, maar hebben daarin geen gelijk gekregen.

bekend was dat deze planning erg krap was², heeft zij de RvC daarover blijkens de notulen niet geïnformeerd. Financial close is uiteindelijk eerst meer dan 1,5 jaar later, op 25 oktober 2006, bereikt.

2.3 Niet alleen ten aanzien van de planning, maar ook ten aanzien van de hoogte van de door Econcern benodigde investering in het Project Q7, heeft de RvB van Econcern haar RvC geen reëel beeld voorgehouden. Toen de investeringsbeslissing in het Project Q7 voor het eerst aan de RvC van Econcern is voorgelegd, op 7 oktober 2004, had Berkhout desgevraagd gesteld dat de financiële risico's voor Econcern ter zake nihil zouden zijn, althans dat zou volgens hem bestaan uit één maand werken door een team van 7 à 8 mensen. In genoemde notitie over Q7 van 8 november 2004 voor de RvC vergadering op 17 december 2004 is opgenomen dat er een vrij besteedbare cash flow voor de aandeelhouders uit het project zou komen van € 10 miljoen per jaar. Van Wijk heeft in een RvC vergadering van 17 december 2004, op een vraag van commissaris Van Bruggen of toestemming van de RvC nodig zou zijn voor de investering in het Project Q7, toegelicht dat dit niet het geval was omdat het risico van Econcern beperkt was tot een bankgarantie van € 500.000,-.

2.4 Dat Econcern geen financieel risico liep inzake het Project Q7, althans een risico van maximaal € 500.000,- zoals de RvB stellig tijdens de RvC vergaderingen op 7 oktober en 17 december 2004 had beweerd, was niet juist. Allereerst diende zij (samen met ElH) E-connection een koopsom van ruim € 13 miljoen te betalen. Voorts heeft Econcern vóór financial close op 25 oktober 2006 substantieel geïnvesteerd in het Project Q7. Blijkens een overzicht van leningen aan Windpark Q7 Holding ging het per 25 oktober

² In het due diligence rapport ter zake Q7 van Ecofys d.d. 26 september 2004 was opgemerkt dat de voorliggende planning erg krap leek.

2006 om een bedrag van afgerond € 23 miljoen, waarvoor Econcern leningen had verstrekt en/of investeringen had gedaan in Windpark Q7 Holding.³ Volgens een concept-jaarrekening van Windpark Q7 Holding over 2007 zouden ultimo 2006 nog leningen van Econcern en ElH van respectievelijk € 16,5 miljoen en € 1,8 miljoen openstaan. Daarnaast was er ultimo 2006 een rekening-courant schuld aan Econcern van € 3,4 miljoen.⁴ Behalve een op 3 juli 2006 genomen bestuursbesluit om 8 miljoen te investeren zijn over deze leningen geen bestuursbesluiten terug te vinden. Er zijn ter zake van deze leningen ook geen onderliggende overeenkomsten aangetroffen.

- 2.5 De RvC is overigens voorafgaand aan het verstrekken van deze leningen door Econcern hierover niet geïnformeerd. Dit had wel voor de hand gelegen gelet op de vraag van commissaris Van Bruggen tijdens de RvC vergadering van 17 december 2004 of geen toestemming van de RvC nodig was (hetgeen toen niet het geval was omdat de exposure van Econcern aldus Van Wijk maximaal € 500.000,- zou bedragen). Tijdens de RvC vergadering van Econcern op 19 juni 2006 is de RvC wel geïnformeerd dat al voor financial close uitgaven werden gedaan op grond van de met Van Oord en Vestas in april en mei 2006 gesloten overeenkomsten, maar daar zou volgens Berkhout de cash die vrijkwam uit de fiscale structuur voor gebruikt worden:

³ Het betreft een overzicht van leningen aan Q7H uit de controlling share 2006/Q7/loanscenario.xls. Dit overzicht van leningen sluit echter niet aan bij de jaarrekening van Econcern en Windpark Q7 Holding. Of dat overzicht geheel juist is, kan dan ook niet worden vastgesteld. Maar vaststaat dat in ieder geval de daarin genoemde bedragen van € 16,5 miljoen ten behoeve van Vestas en € 10,05 miljoen ten behoeve van de vennoten van de Project C.V.'s aan CMS door Econcern zijn voldaan. De voorfinanciering door Econcern van de aanbeting aan Vestas van € 16,5 miljoen blijkt onder andere ook uit de met Eneco gesloten Funding overeenkomst en de betaling van € 10,05 miljoen door Econcern ten behoeve van het Project Q7 blijkt uit de verklaring van de notaris van CMS.

⁴ Blijkens het concept jaarverslag 2007 Windpark Q7 Holding d.d. 22 oktober 2009 (p. 15) zouden deze leningen onderdeel uitmaken van een zogenaamde defeasance lening voor het windpark.

“Therefore Q7H has entered into contracts with Van Oord (April) for the construction works and with Vestas (May) for the wind turbines supplier. For these contracts Q7H is using the Equity (cash) from the tax structure.”

- 2.6 Anders dan Berkhout de RvC heeft voorgehouden, had Econcern echter zelf de aanbesteding van de kosten van Vestas ad € 16,5 miljoen gedaan voor Windpark Q7 Holding.⁵
- 2.7 Op 25 juli 2006 heeft Windpark Q7 Holding 50% van haar aandelen in het Project Q7 (50% van haar belangen in de commanditaire en beherende vennootschappen in de Project CV's) verkocht aan Eneco, waarbij tevens een zogenaamde PPA-overeenkomst (Power Purchase Agreement) met Eneco is gesloten. Uit hoofde van de Koop- en Fundingovereenkomst zijn volgens een op 25 juli 2006 door de bij de realisatie van het Project Q7 betrokken partijen ondertekende verklaring de volgende bedragen op de kwaliteitsrekening van de notaris geboekt:
- a. door Windpark Q7 Holding: € 250.000,- en € 200.000,-;
 - b. door Econcern: € 10.050.000,-;⁶
 - c. door Eneco: € 50.000.000,-, € 44.188.000,- en € 10.000.000,-.
- Deze bedragen dienden ter doorbetaling aan de vennoten van de Project C.V.'s.

⁵ Dit blijkt uit een op 30 augustus 2006 door Kort aan Van Holst verzonden overzicht van de Q7 Financiën alsmede uit een e-mail van Kort d.d. 22 augustus 2008 met als bijlage betalingen Q7 Holding. Ook in de met Eneco gesloten Fundingovereenkomst d.d. 26 juli 2006 wordt in artikel 4 sub b het aan Vestas betaalde bedrag van € 13,9 miljoen excl. BTW (= € 16,5 miljoen incl. BTW) genoemd.

⁶ De onder a) en b) genoemde bedragen zijn gelijk aan het bedrag dat Windpark Q7 Holding op grond van de artikelen 6.3 en 6.5 juncto (ix) van de considerans van de Funding overeenkomst diende te storten. Econcern heeft kennelijk € 10 miljoen betaald voor Windpark Q7 Holding.

2.8 Opvallend is dat Econcern blijkens deze verklaring op 25 juli 2006 een bedrag van ruim € 10 miljoen in het Project Q7 heeft geïnvesteerd, anders dan de maximaal € 8 miljoen waartoe de RvB in de vergadering van 3 juli 2006 had besloten. Er zijn geen nadere bestuursbesluiten aangetroffen voor deze hogere investering.

2.9 De RvC is tijdens een vergadering op 4 september 2006 geïnformeerd over de door Windpark Q7 Holding gedane investeringen in het Project Q7. In een memo van 25 augustus 2006 van Berkhout ten behoeve van de RvC is ten aanzien van de "*Exposure ECONCERN*" opgemerkt:⁷

"Q7 Holding holds 50% of the shares of the company and has invested (funded) as part of the total fundings at the moment of Full Financial Close € 23 milj.; € 12,2 milj. in equity and € 10,8 milj. is a subordinated loan.(...)"

Hoe deze investeringen door Windpark Q7 Holding zich verhielden tot de door Econcern gedane investeringen blijkt echter niet uit de aan de RvC verstrekte informatie.

2.10 Opvallend is dat de RvB van Econcern niet het overzicht had van wat er voor financial close in het Project Q7 was geïnvesteerd. Berkhout heeft op de datum van financial close van 25 oktober 2006 zijn medebestuurders geïnformeerd dat hij Van Holst en Kort een rapportage op zou laten stellen van "*het totaal van kosten en opbrengsten betrekking hebbende op het project Q7.*" Dit was volgens Berkhout om meerdere redenen gewenst:

"1. uiteraard voor ons zelf om het volledige beeld te hebben

2. ik verwacht absoluut dat op de RvC van Dec a.s. dit aan de orde zal komen

3. echte exposure van ons

⁷ Notulen van de RvC vergadering van Econcern d.d. 4 september 2006 en Annex IV, memo Berkhout status Q7 Project d.d. 25 augustus 2006.

4. structurering van onze diverse inbreng”⁸

- 2.11 In de notulen van de RvB en RvC vergaderingen van Econcern na financial close is dit onderwerp echter niet vermeld. Er is ook geen deugdelijk onderbouwde analyse van de investering van Econcern in Windpark Q7 Holding aangetroffen, behalve het in § 2.5 genoemde overzicht van leningen aan Windpark Q7 Holding per 25 oktober 2006 uit de controlling share van Econcern, waaruit blijkt dat Econcern voor het bedrag van afgerond € 23 miljoen leningen had verstrekt en/of investeringen had gedaan in Windpark Q7 Holding. Overigens zij opgemerkt dat Lange heeft toegelicht dat tegenover de investeringen van Econcern in het Project Q7 ook opbrengsten voor Econcern hebben gestaan in de vorm van optiepremies die zij zou hebben verkregen uit de fiscale structuur van het project. Na verrekening van de opbrengsten uit de fiscale financiering zou de investering van Econcern nog slechts € 3 miljoen hebben bedragen. Nu dit uit de jaarrekening en onderliggende financiële informatie niet valt te destilleren, wordt hier door curatoren nog nader onderzoek naar gedaan.
- 2.12 Kennelijk waren de geldstromen van en naar Windpark Q7 Holding, althans haar financiële administratie ter zake de ontwikkelingskosten vóór financial close niet alleen voor Econcern zelf onduidelijk, maar ook KPMG heeft daar geen goed inzicht in kunnen krijgen. KPMG heeft in opdracht van Econcern en Eneco na financial close een onderzoek gedaan naar door Windpark Q7 Holding in het kader van de verkoop aan Eneco opgevoerde ontwikkelingskosten van afgerond € 18,5 miljoen.

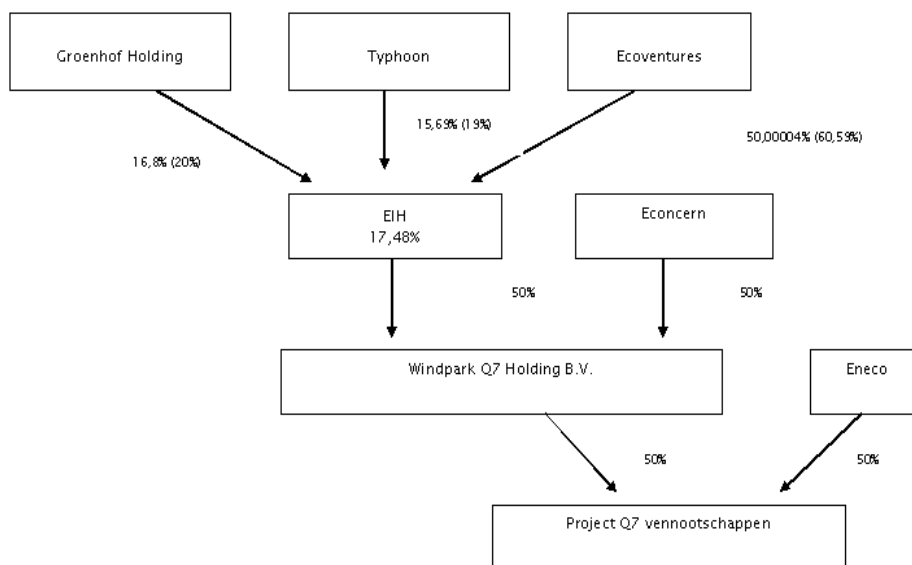
⁸ E-mail Berkhout aan Van Wijk en Van der Leun d.d. 25 oktober 2006.

- 2.13 Een deel van deze ontwikkelingskosten waren vooraf bepaald door Berkhout, Lange, Phijffer en Groenhof. Uit een e-mail van Kort d.d. 22 augustus 2008 met bijlage blijkt dat zij in het voorjaar 2005 gezamenlijk een opstelling van de verwachte uitgaven en inkomsten in Windpark Q7 Holding hebben gemaakt. In dat kader hebben zij vooraf vergoedingen voor onder andere de door CMS/Lange, Berkhout, Groenhof te verrichten werkzaamheden vastgesteld. Deze vergoedingen (totaal afgerond € 1,7 miljoen) zijn vervolgens ook daadwerkelijk betaald door Windpark Q7 Holding aan CMS/Econcern/EIH in de periode 1 januari 2005 t/m medio 2006. Welke werkzaamheden tegenover deze betalingen stonden, bleek niet uit deze opstelling.
- 2.14 Uit de accountantsverklaring van 29 september 2006 van KPMG blijkt dat ter zake van aan EIH betaalde vergoedingen ad totaal € 1,228 miljoen betreffende managementwerkzaamheden van Groenhof en Phijffer geen onderliggende urenadministratie was aangetroffen. Van door Windpark Q7 Holding gemaakte advies- en advocaatkosten ad afgerond € 2 miljoen heeft KPMG slechts de aard en betaling van de kosten kunnen vaststellen. Datzelfde gold voor de kosten van Econcern ad afgerond € 740.000,- ter zake van advieswerkzaamheden van Berkhout. Of en welke werkzaamheden zijn verricht voor de in het voorjaar van 2005 vooraf door Berkhout, Lange, Phijffer en Groenhof vastgestelde betalingen, was dus voor KPMG niet duidelijk. Curatoren doen nog nader onderzoek naar deze betalingen.

3. Joint venture Eneco, projectstructuur per 25 juli 2006

3.1 Nadat Eneco op 25 juli 2006 als joint venture partner van Windpark Q7 Holding was toegetreden tot het Project Q7 was de zeggenschap in Windparken Beheer, de Ontwikkelingsmaatschappij, Offshore Windpark Q7 en in de Project CV's (en hun commanditaire en beherende vennootschappen) – al deze vennootschappen worden hierna tezamen aangeduid als '**de Project Q7 Vennootschappen**' – vanaf dat moment als volgt:

Structuur Project Q7 per 25 juli 2006:



4. Financial close – garantie Econcern

4.1 Op de datum van financial close (25 oktober 2006) is door een bankenconsortium met als penvoerder Rabobank aan de Project C.V.'s voor totaal € 218 miljoen financiering ter beschikking gesteld. Deze financiering was niet "non-recourse". Econcern heeft een garantie afgegeven aan het

bankenconsortium dat zij ervoor zorg zou dragen dat alle commanditaire vennoten waarin zij en ElH direct of indirect deelnamen alle in de toekomst verschuldigd te worden belastingen zouden betalen. Eneco heeft eenzelfde garantie afgegeven.⁹

- 4.2 Niet is gebleken dat Econcern toestemming van de RvC heeft gevraagd of gekregen voor het afgeven van deze garantie, terwijl de RvB daar op grond van de per 4 september 2006 geldende Supervisory Board Charter wel toe gehouden was. Op grond van artikel 9.3 (p) was toestemming van de RvC nodig in het geval van *“lending any monies to or otherwise the financing of other enterprises, except to controlled companies.”*
- 4.3 Deze door Econcern afgegeven garantie diende voor de financiering van de Project CV's. Dit waren niet door Econcern gecontroleerde vennootschappen. Op het niveau van de Project CV's was er immers sprake van een gelijkwaardige joint venture met Eneco en op het niveau daarboven (van Windpark Q7 Holding) had Econcern ten tijde van financial close in oktober 2006 ook geen doorslaggevende zeggenschap. De RvB heeft dus ten onrechte verzuimd om toestemming van de RvC te vragen voor de afgifte van deze garantie.
- 4.4 Omdat de gehele fiscale afschrijvingscapaciteit in het Project Q7 naar voren was gehaald ten behoeve van de financiering (van het eigen vermogen) door Eneco en Econcern, was een significant deel van de investering van het windpark na het operationeel worden daarvan fiscaal niet meer afschrijfbaar. Als gevolg hiervan zouden er direct belastingverplichtingen (Vpb) ontstaan zodra het Project Q7 opbrengsten zou gaan genereren. Deze latente

⁹ Equity support and subordination agreement d.d. 25 oktober 2006, artikel 17.2 onder (b).

belastingverplichtingen wensten de banken niet te financieren. Econcern en Eneco hebben deze toekomstige fiscale verplichtingen aldus op zich genomen.

4.5 Deze verplichting is door Econcern berekend en in de geconsolideerde jaarrekening 2007 van Econcern verantwoord als ‘deferred tax liability’ ad € 22,8 miljoen. Het totale bedrag waarvoor Econcern zich aansprakelijk had gesteld bedroeg echter circa € 45 miljoen.¹⁰ Het lijkt er overigens op dat over de deferred tax liability begin 2007 een discussie heeft plaatsgevonden tussen PwC en het management van Windpark Q7 Holding (destijds Groenhof en Berkhout), waarbij is besloten de zogenaamde deferred tax liability niet op te nemen in de jaarrekening 2006. Econcern lijkt verder te hebben verzuimd om deze verplichtingen op te nemen in haar budgetten, terwijl zij wist dat zij tot betaling van Vpb gehouden zou zijn zodra het windpark opbrengsten zou gaan genereren.

4.6 Dat Econcern deze fiscale verplichtingen niet had meegenomen in haar prognoses is bevestigd in een memo van 16 maart 2009, waarin Kruisinga (hoofd van de fiscale afdeling van Econcern) en Van der Heijden hebben geconstateerd dat Econcern onvoorzien Vpb zou moeten gaan betalen over het fiscale resultaat van Windpark Q7 Holding vanaf 2008 (het jaar waarin het park operationeel was geworden): *“(...) Econcern has to pay EUR 1m in unforeseen taxes FY2008 relating to its investment in the Q7 project. Without additional measures, Econcern will have to pay annually taxes amounting to EUR 2.5m (...)”* Kruisinga en Van der Heijden hebben geconstateerd dat dit impact zou hebben op de “cash flow statements” van Econcern, omdat in de loop van 2009 € 1 miljoen Vpb betaald zou moeten worden alsmede op de

¹⁰ Hoofdstuk 6 (Projectfinanciering en Aansprakelijkheid).

waardering van het aandeel van Econcern in het Project Q7, omdat daarbij geen rekening was gehouden met deze fiscale verplichtingen. Als eventuele oplossing hebben zij genoemd het creëren van een fiscale eenheid met Econcern, maar dat was technisch niet mogelijk omdat ING inmiddels 50% van de aandelen in Windpark Q7 Holding hield.

- 4.7 Kortom, de investering in het Project Q7 leverde Econcern niet (haar aandeel in) de cash voor de aandeelhouders van € 10 miljoen per jaar op, zoals de RvB de RvC in haar memo van 6 november 2004 had voorgehouden¹¹, maar in ieder geval een cash out van € 1 miljoen in 2009 (vpb 2008) en € 2,5 miljoen vanaf 2009, terwijl daar geen “cash in” tegenover stond.

5. Verkoop 50% Windpark Q7 Holding

- 5.1 Vlak na financial close, in een vergadering van de RvB van Econcern van 30 oktober 2006, is besloten dat Econcern op zoek zou gaan naar een koper voor haar aandelen in Windpark Q7 Holding. Nadat onderhandelingen hierover met achtereenvolgens Eneco en ABN AMRO op niets waren uitgelopen, heeft ING European Infrastructure S.A.R.L. (**‘ING EI’**) op 10 december 2007 een 49,9% belang in Windpark Q7 Holding gekocht van Ecoventures. De koopsom bedroeg € 18.700.000,- en diende te worden voldaan bij oplevering van het windpark (hetgeen in juni 2008 heeft plaatsgevonden). De aandelen zijn op 11 december 2007 geleverd.

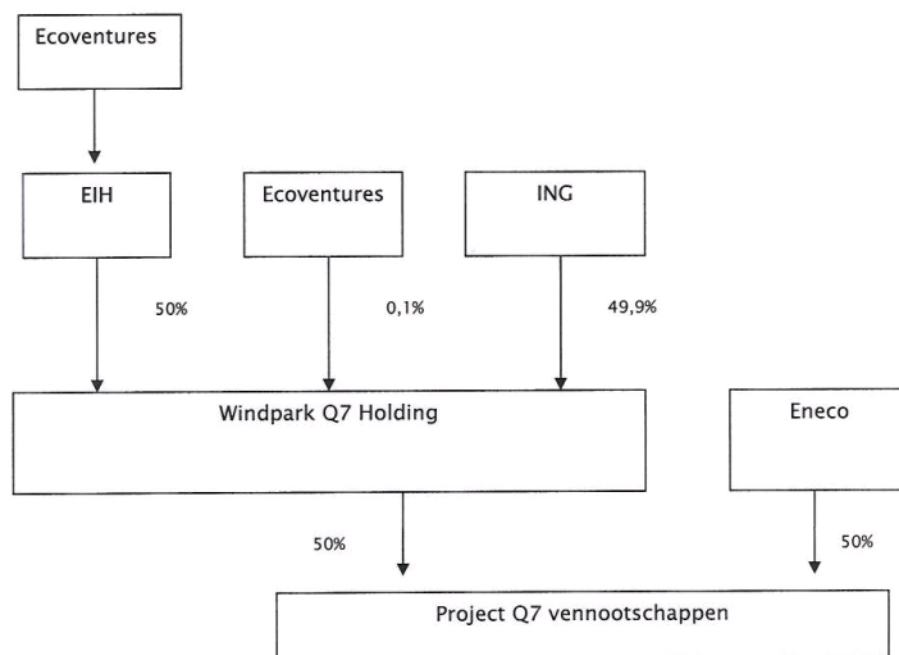
¹¹ Zie § 2.4.

5.2 De aandelenverdeling van Windpark Q7 Holding was per 11 december 2007 als volgt:

- ING EI: 49,90%
- Ecoventures: 0,1%
- EIH: 50%

5.3 De zeggenschap in de Project Q7 Vennootschappen was per ultimo 2007 als volgt:

Structuur Project Q7 per 10 december 2007:



6. Windpark Q7 Holding financieel 2007

6.1 Het lijkt erop dat de financiële administratie binnen Windpark Q7 Holding eind 2007 nog steeds niet op orde was. ING EI had eind november 2007

geconstateerd dat de financiële en fiscale informatie van “*poor quality*” was, hetgeen toen leidde tot discussies over additionele garanties en vrijwaringen. Lange heeft daar toen nadere input voor gegeven.

6.2 Na het faillissement is echter gebleken dat Econcern ING EI niet alle relevante financiële informatie had verstrekt en een onjuiste garantie had afgegeven. Econcern had geen melding gemaakt van de garantie/hoofdelijke aansprakelijkheid van Windpark Q7 Holding voor de verplichtingen jegens het Consortium van € 150 miljoen. Dit heeft geleid tot een claim van ING EI onder de gegeven garanties in het faillissement van Ecoventures van € 18,7 miljoen. Uiteindelijk is deze vordering (en een vordering van ING EI ad € 7,65 miljoen) door curatoren geschikt op € 10 miljoen. Hoewel ING penvoerder was van het Consortium, kon haar dat niet worden tegengeworpen omdat ING EI een andere, zelfstandige vennootschap was, die werd aangestuurd vanuit Londen en die geen inzage had in de (financiële) administratie van ING in Nederland. Bovendien betrof de hoofdelijke aansprakelijkheid een rechtstreekse inbreuk op de door Econcern expliciet aan ING EI verstrekte garanties, waaraan eventuele wetenschap van ING EI sowieso niet af kon doen. Econcern had deze garantie dus nooit kunnen geven.

6.3 Gebleken is dat vlak voor de overname door ING EI de leningen van EIH en Econcern aan Windpark Q7 Holding nog verder waren opgelopen van respectievelijk € 1,8 en € 16,5 miljoen naar € 2,2 miljoen en € 20,7 miljoen. Waarom EIH en Econcern na financial close nog hebben moeten investeren in Windpark Q7 Holding en of en wanneer ter zake een formeel besluit is genomen, is niet gebleken. In notulen van RvB en RvC vergaderingen is hierover niets opgenomen.

- 6.4 Deze leningen van EIH ad € 2,2 en Econcern ad € 20,7 miljoen zijn door Windpark Q7 Holding vlak voor de overname door ING EI afgelost. Econcern heeft de vrijgekomen bedragen onmiddellijk weer in Windpark Q7 Holding geïnvesteerd in de vorm van agio. De investering van Econcern in het Project Q7 is dus fors gebleven. Econcern heeft in december 2007 wel de koopprijs van € 18.700.000,- van ING EI ontvangen.
- 6.5 In 2007 heeft een opmerkelijke betaling plaatsgevonden op verzoek van Berkhout ten laste van Windpark Q7 Holding. Het betreft een betaling eind maart 2007 door Windpark Q7 Holding of door Econcern ten behoeve van Windpark Q7 Holding van een factuur van € 238.000,- exclusief BTW van Van Oord & partners B.V. ("**VOP**") te Moerdijk. Deze factuur had echter geen betrekking op voor of ten behoeve van Windpark Q7 Holding verrichte werkzaamheden. Het betreft een vergoeding die Berkhout kennelijk op 21 augustus 2006 met (Hugo) Van Oord was overeengekomen in verband met of ten behoeve van de afwikkeling van de levering van aandelen EIH door voormalig aandeelhouders Pellenaers en Van Oord aan Groenhof Holding.¹² Berkhout had namens Econcern aan Van Oord een vergoeding toegezegd van € 200.000,- exclusief BTW, betreffende een fee voor bemiddeling en advies inzake de samenwerking tussen EIH en Econcern. Deze fee zou door Econcern aan VOP moeten worden betaald. Op verzoek van Berkhout is deze fee echter op 21 december 2006 aan EIH gefactureerd. Omdat EIH niet over voldoende financiële middelen beschikte, was deze factuur echter nooit voldaan. Van Oord heeft Berkhout op 12 maart 2007 als volgt herinnerd aan deze afspraken:
- "In antwoord op je mail van heden 12 maart 2007 heb ik er behoefte aan een aantal zaken op een rij te zetten:*

¹² Van Oord en Pellenaers hadden hun aandelen EIH op 12 april 2006 geleverd aan Groenhof Holding tegen een koopprijs van totaal € 800.000,-.

1. Op 21 augustus 2006 hebben wij de handen geschud op een bedrag van € 200.000 excl. BTW als bemiddelingsfee tussen E-concern en EIH.

Betaling uiterlijk 31 december 2006. Deze factuur zou betaald worden door E-concern. Er is nooit afgesproken/besproken dat E-concern en EIH ieder 50% zouden betalen.

2. Dit temeer omdat je later hebt aangegeven, om de jou moverende redenen, dat de factuur met het volledige bedrag naar EIH gestuurd moest worden. Aldus gedaan.

Vervolgens maakte Jaap Groenhof problemen over deze factuur (brief 29 december 2006). Daarna stelde jij dat je een en ander met Jaap wel zou regelen. Later heb je gesteld dat EIH wat krap bij kas zat en dat je daarom pas begin maart kon betalen.

3. Pierre en ik hebben vorig jaar onze aandelen in EIH verkocht aan Groenhof Holding. In deze overeenkomst is geen sprake van finale afwikkeling van openstaande zaken. Een glasheldere koop-verkoopovereenkomst. (...)”

6.6 Deze factuur is op verzoek van Berkhout vervolgens ten onrechte ten laste van Windpark Q7 Holding gebracht, met een aangepaste omschrijving. Waar op de door VOP aan EIH verzonden factuur “Inzake bemiddeling en advies samenwerking EIH B.V. en Econcern B.V.” vermeld stond, heeft VOP op verzoek van Berkhout op de aan Windpark Q7 Holding verzonden factuur “Bemiddelingsfee” vermeld. Welke belangen Berkhout heeft gediend met het maken van deze betalingsafpraak, is onduidelijk.

6.7 Berkhout heeft in een reactie d.d. 12 november 2013 aan curatoren toegelicht dat VOP waardevolle introducties zou hebben verzorgd waardoor Econcern in staat werd gesteld de positie van ontwikkelaar van onder andere

het Project Q7 over te nemen en daarnaast zou VOP hebben gemeend recht te hebben om bij het Project Q7 betrokken te blijven. Een en ander zou Berkhout ten behoeve van Windpark Q7 Holding hebben afgekocht. Deze toelichting sluit echter in het geheel niet aan bij de tekst van de conform de gemaakte afspraken aan ElH gefactureerde bemiddelingsfee en evenmin bij de door (Hugo) Van Oord in zijn hiervoor geciteerde e-mail geschetste achtergrond van de betaling. Daarin werd immers gesproken over een fee inzake bemiddeling en advies bij de samenwerking tussen Econcern en ElH. Deze zou voorts verband houden met de verkoop van de aandelen van (Hugo) van Oord en die van Pellenaers aan Groenhof Holding. Econcern zou op grond van de oorspronkelijk gemaakte afspraken de betaling moeten verrichten. Een en ander lijkt dus in ieder geval geen enkele relatie met Windpark Q7 Holding te hebben gehad. Bovendien had Econcern het Project Q7 gekocht van E-Connection voor een koopsom van € 13,4 miljoen en nergens blijkt van enige betrokkenheid van VOP bij dit project. Curatoren hebben deze kwestie nog in onderzoek.

7. De afloop van Windpark Q7 Holding

- 7.1 Windpark Q7 Holding kreeg geen inkomsten uit de operatie van het Project Q7, aangezien deze direct werden aangewend voor de aflossing van de financiering van de Project CV's. Windpark Q7 Holding werd in april 2009 echter wel geconfronteerd met een aanslag Vpb over het fiscale resultaat van Windpark Q7 Holding over 2006. Dit kennelijk door Econcern niet verwachte fiscale resultaat was het gevolg van de verkoop in 2006 van 50% van de aandelen van Windpark Q7 Holding in Windparken Beheer en de Ontwikkelingsmaatschappij aan Eneco. Het betrof een aanslag Vpb van € 1,9 miljoen (vermeerderd met € 300.000 rente), die pas in april 2009 aan

Windpark Q7 Holding werd opgelegd vanwege late aangifte Vpb 2006. Kruisinga, hoofd fiscale zaken bij Econcern, heeft ten aanzien van deze aanslag geconstateerd dat dit waarschijnlijk tot een claim van ING zou leiden onder de door Econcern in het kader van de verkoop van Windpark Q7 Holding afgegeven vrijwaringen.

- 7.2 In het najaar van 2008 lag deze aangifte kennelijk al klaar, nadat Kruisinga en zijn mensen na onderzoek hiernaar hadden geconcludeerd dat deze ingediend moest worden. Lange heeft de indiening echter in het najaar 2008 tegengehouden. Dat was vanzelfsprekend geen oplossing.
- 7.3 Omdat de Project CV's, hun vennoten en Windpark Q7 Holding echter niet in staat waren een aanslag vennootschapsbelasting 2006 te voldoen, heeft de belastingdienst in de zomer van 2009 executoriaal beslag gelegd op de aandelen in de door Windpark Q7 Holding gehouden vennootschappen. Windpark Q7 Holding is op 13 april 2010 in staat van faillissement verklaard. Eneco heeft op 1 oktober 2011 de aandelen van Windpark Q7 Holding in de Project Q7 Vennootschappen overgenomen, waarmee zij 100% eigenaar van de Project Q7 Vennootschappen is geworden. De betreffende aanslag Vpb van in totaal € 2,2 miljoen is in oktober 2013 ten laste van het in het faillissement van Windpark Q7 Holding BV gerealiseerde actief – zijnde de door Eneco voor de genoemde aandelen betaalde koopsom – voldaan.

8. Conclusie

- 8.1 Het Project Q7 lijkt per saldo voor Econcern een verlieslatend project geweest (behoudens eventuele inkomsten die Econcern uit putopties ter zake van

Windpark Q7 Holding zou hebben ontvangen,¹³ hetgeen nog nader wordt onderzocht. Econcern heeft totaal € 22,9 miljoen geïnvesteerd (agio in Windpark Q7 Holding per ultimo 2007), los van de voor EIH betaalde goodwill die voor een belangrijk deel betrekking had op het Project Q7, terwijl zij van ING EI in het kader van de verkoop van haar 49,9% belang in Windpark Q7 Holding een koopprijs van € 18,7 miljoen heeft ontvangen, die deze investeringen dus niet dekte. Windpark Q7 Holding is vervolgens failliet gegaan.

- 8.2 Daarnaast had Econcern de verplichting om (50% van) de fiscale schulden van de Project Q7 vennootschappen te voldoen, een verplichting die in de jaarrekening 2007 van Econcern was berekend op € 22,8 miljoen. Daar kwam nog bovenop de hiervoor in § 9.1 beschreven Vpb aanslag van € 2,2 miljoen (inclusief rente).

¹³ Volgens het commentaar van Lange.

I. Inleiding

- 1.1 In november 2007 heeft Econcern een belang verkregen in het te ontwikkelen offshore wind park Gode Wind I van Plambeck. Dit park zou worden ontwikkeld in de Noordzee (binnen de Europese Economische Zone van Duitsland), enkele kilometers verwijderd van de Duitse grens.
- 1.2 Voor het 90% aandelenbelang is in 2007 door Econcern een initiële koopprijs van € 25 miljoen betaald, te vermeerderen met een additionele voorwaardelijke koopprijs van € 10 miljoen¹ (die opeisbaar zou zijn op financial close) en een earn out variërend van € 5 miljoen tot € 57 miljoen. Naast de eenmalige betaling van de koopsom ad € 25 miljoen in november 2007 heeft Econcern tot het uitspreken van het faillissement voor een bedrag ad € 1 miljoen aan kosten (verantwoord als onderhanden werk (work in progress; WIP)) besteed aan dit project; de voorwaardelijke koopprijs van € 10 miljoen is niet betaald. Feitelijk heeft derhalve tussen het moment van het verwerven van het 90% belang en het uitspreken van het faillissement nagenoeg geen ontwikkeling van dit project plaatsgevonden.
- 1.3 Ten tijde van het uitspreken van het faillissement diende het park nog te worden gebouwd. Het aandeel van Econcern in het project (via

¹ Opgemerkt wordt dat in de Share Purchase and transfer agreement d.d. 11 november 2007 een additionele voorwaardelijke koopprijs van € 10 miljoen wordt genoemd. Econcern heeft in afwijking hiervan in haar financiële administratie (en uiteindelijk in haar geconsolideerde jaarrekening 2007) een verplichting van € 5 miljoen verwerkt zodat de totale in het kader van Gode Wind verwerkte koopsom € 30 miljoen bedraagt. De reden van deze afwijking is niet bekend.

projectvennootschappen) was verpand aan ABN AMRO, later RBS, tot meerdere zekerheid van de terugbetaling van een lening van € 17,5 miljoen (zie hierna § 2.4 e.v.). Tussen RBS en Plambeck is langdurig onderhandeld over een terugkoop van de aandelen in het project onder gelijktijdige kwijtschelding door Plambeck van haar vordering uit hoofde van de earn out. Uiteindelijk heeft RBS een bedrag van € 5 miljoen ontvangen en een zeer aanzienlijk deel van haar lening (€ 12,5 miljoen) moeten afschrijven. Voor de boedel van Econcern resteerde geen overwaarde. De boedel ontving wel een boedelbijdrage van € 35.000,- , maar haar eigen investering in dit project van in totaal afgerond € 9 miljoen (los van de aansprakelijkheid van de projectvennootschappen, Evelop Netherlands en Econcern voor de pro resto vordering van RBS) moet als verloren worden beschouwd.

2. Aankoop Gode Wind

- 2.1 Op 11 november 2007 hebben Evelop en Kabo 1 een Share purchase and transfer agreement gesloten met Plambeck Neue Energien AG ("PNE") ter zake van de koop en levering van 90% van de door PNE gehouden aandelen in het geplaatst aandelenkapitaal van Gode Wind. Aan Kabo 1 is 51% van de aandelen verkocht en geleverd, aan Evelop de resterende 39%. Econcern verkreeg aldus (indirect) 90% van de aandelen in Kabo 1. In het kader van deze overname werd tussen PNE, Evelop en Gode Wind een Shareholders agreement gesloten.
- 2.2 Deze Shareholders agreement bepaalde in artikel 6.1 dat – tot het moment van Financial Close – Evelop aandeelhoudersleningen ter beschikking zou stellen om 'Development Expenses' te voldoen.

- 2.3 Tijdens de vergadering van de RvC van Econcern d.d. 12 november 2007 is – voor zover dat was vereist² – goedkeuring gegeven aan Evelop voor de koop van 90% van het aandelenbelang in het geplaatste kapitaal van Gode Wind alsmede om een samenwerkingsverband (joint venture) aan te gaan met PNE voor de ontwikkeling van een zestal andere offshore windmolenparken. Econcern heeft daarnaast op 15 november 2007 een waiver bij het Consortium ingediend met het verzoek om bepaalde zekerheden te verstrekken aan Plambeck als verkoper en ABN AMRO als financier. Dit verzoek is gehonoreerd.
- 2.4 Op 23 november 2007 hebben Kabo1, Kabo2, Evelop Projects B.V. en Evelop Netherlands B.V. (in hoedanigheid van ‘guarantor’) een overeenkomst gesloten met ABN AMRO Bank N.V. London Branch (“**ABN**”) ter zake van een kredietfaciliteit van € 17,5 miljoen. Van die lening is een bedrag van € 12,5 miljoen als langlopend aangemerkt en een bedrag van € 5 miljoen als kortlopend. ABN verkreeg in dat kader diverse zekerheden.
- 2.5 Evelop Netherlands B.V. heeft zich hoofdelijk meeverbonden voor de nakoming van de verplichtingen door de Kabo-vennootschappen uit hoofde van deze overeenkomst. Voorts had Econcern B.V. zich in 2003 met ingang van 1 januari 2002 op grond van een 403-verklaring hoofdelijk aansprakelijk gesteld voor de verplichtingen van Evelop (Netherlands) B.V. Econcern B.V. heeft ook nog ten behoeve van ABN AMRO in het kader van de verstrekte financiering bevestigd dat zij de door haar verstrekte 403-verklaring niet zal intrekken zolang Evelop Netherlands B.V. nog verplichtingen zou hebben uit

² Berkhout was blijkens een e-mail d.d. 11 november 2007 van mening dat deze investeringsbeslissing binnen de bevoegdheden van de RvB viel. Blijkbaar was met die gedachte ook al op 11 november 2007 de opdracht gegeven door de RvB van Econcern om de onderhandelingen met PNE af te ronden en een overeenkomst tot koop en verkoop van aandelen overeen te komen, nog voordat goedkeuring van de RvC van Econcern was verkregen.

hoofde van deze financieringsovereenkomst. De door ABN AMRO aan de Kabo vennootschappen verstrekte financiering had derhalve geen non-recourse karakter.

- 2.6 Naast de betaling van de initiële koopprijs ad € 25 miljoen zouden alle externe ontwikkelkosten voor de ontwikkeling van het windmolenpark Gode Wind voor rekening en risico van Evelop komen (in de vorm van een aandeelhouderslening). Daaronder vielen niet de eigen interne personeelskosten die Evelop in dit kader zou maken. Deze kosten kwamen bovenop de externe ontwikkelkosten eveneens voor rekening en risico van Evelop. Evelop zou deze ontwikkelkosten financieren door middel van een achtergestelde geldlening aan Gode Wind. De lening zou niet gesecureerd worden met enige zekerheden. In het memo van Berkhout d.d. 11 november 2007 werd ervan uitgegaan dat zowel de interne als externe kosten konden worden hergefinancierd bij financial close. Financial close werd op dat moment geprognoseerd voor het vierde kwartaal van 2008 of het eerste kwartaal van 2009.

3. Waardering en verslaggeving Gode Wind in de geconsolideerde jaarrekening Econcern

- 3.1 De overnamebalans van Gode Wind bevatte een post onderhanden werk van € 3 miljoen en een eigen vermogen voor een gelijk bedrag. In eerste instantie werd door Econcern het onderhanden werk voor € 3 miljoen opgeboekt en een bedrag ad € 27 miljoen ten titel van goodwill geboekt, zijnde het verschil tussen de minimaal verschuldigde koopprijs voor het 90%-aandelenbelang en de netto-vermogenswaarde van dit aandelenbelang. In het consolidatieproces is echter door Econcern de goodwill “overgeboekt” als zijnde onderhanden

werk. In hoofdstuk 3 (Verslaggeving) is geconcludeerd dat de goodwill, die is betaald in het kader van de acquisitie van Gode Wind ad € 27 miljoen, ten onrechte in de jaarrekeningen van Econcern is verantwoord als WIP for own account.

- 3.2 Naast de onjuiste verwerking van het bedrag ad € 27 miljoen als WIP in plaats van goodwill heeft Econcern bovendien ten onrechte niet de earn out verplichtingen uit hoofde van de aankoop van de aandelen in Gode Wind toegelicht. Ten behoeve van het inzicht in de niet uit de balans blijkende verplichting had Econcern minimaal de voorwaardelijke earn out verplichting met betrekking tot de aankoop van de aandelen in Gode Wind van maximaal € 57 miljoen in de jaarrekening 2007 dienen te benoemen. In de concept-jaarrekening 2008 is op pagina 37 de maximale exposure voor wat betreft de mogelijke earn out verplichtingen wel gekwantificeerd.

4. Interne besluitvorming acquisitie Gode Wind

- 4.1 In de vergadering van de RvB d.d. 8 november 2007 is voor het eerst (en het laatst) melding gemaakt van de acquisitie van het 90% belang in Gode Wind. Daarna is er in de vergaderingen van de RvB niet meer gesproken over deze acquisitie.
- 4.2 Uit de notulen van de vergaderingen van de RvB blijkt niet op grond van welke overwegingen is besloten tot de acquisitie van het 90% belang in Gode Wind. Wel heeft Econcern door CMS een legal due diligence laten uitvoeren. Uit de notulen van de vergaderingen van de RvB blijkt niet dat de inhoud van dit due diligence rapport daar is besproken.

- 4.3 Nadat de RvB op 8 november 2007 toestemming had gegeven voor de acquisitie van het 90% in Gode Wind heeft Berkhout op 11 november 2007 aan de RvC een document 'Investment decision Poseidon final' gestuurd. Het advies van Berkhout was positief. Berkhout heeft in deze notitie opgemerkt dat er sprake was van een acquisitie met een zeer beperkt initieel risico. Feit is dat Econcern een project kocht met een minimale koopsom van € 30 miljoen en begrote ontwikkelingskosten tot het moment van financial close van € 18,2 miljoen. Gelet op de omvang van de met het project gemoeide bedragen is het niet reëel om te spreken over een 'very limited' risk. Dit risico heeft zich ook verwezenlijkt omdat nimmer financial close is bereikt. Bovendien heeft Berkhout in § 3 van de notitie elf grotere risico factoren opgesomd, die hij zelf als 'low' of 'medium' kwalificeerde.
- 4.4 Het lijkt erop dat de RvC weinig tijd gegund werd om de investeringsaanvraag diepgaand te bestuderen. Het memo van Berkhout dateert van 11 november 2007 (14:22 uur). Hij heeft geschreven dat *'Evelop has to be able to enter into a binding agreement for this on Monday Nov 12th before noon'*. De RvC had dus minder dan 24 uur (in een weekend) om te beoordelen of deze participatie waarmee een cash out van minimaal € 48,2 miljoen gemoeid was (€ 30 miljoen minimale koopsom en € 18,2 miljoen aan te verwachten bridge financiering voor de dekking van kosten tot aan financial close (die op grond van artikel 6.1 van de aandeelhoudersovereenkomst door Econcern zou worden verstrekt)) in het belang van Econcern was.
- 4.5 Roos heeft in zijn gesprek met curatoren d.d. 26 april 2013 verklaard dat hij als bestuurder van Evelop niet op de hoogte was van deze voorgenomen investering in Gode Wind en dat het in feite *'een een-tweetje was tussen Berkhout en Lange'* Hij werd na het weekend geïnformeerd over deze

investering; in het voorstadium is daarover met hem niet gesproken. Ten aanzien van deze opmerking van Roos heeft Lange in zijn commentaar op het concept-onderzoeksrapport d.d. 1 november 2013 opgemerkt dat Roos geen deel uitmaakte van het transactieteam, maar dat hij wel van de werkzaamheden van dat team op de hoogte was.

- 4.6 In zijn commentaar op het concept-rapport d.d. 1 november 2013 heeft Lange eveneens aangegeven dat er aan de acquisitie vier tot vijf maanden is gewerkt. Juist is volgens Lange dat aan de RvC met enige spoed om toestemming is verzocht, zulks in verband met de meldingsplicht aan de zijde van de (beursgenoteerde) koper. Indien de leden van de raad van oordeel waren dat zij binnen de beschikbare tijdspanne niet tot een afgewogen oordeel konden komen, dan zouden zij hun toestemming uiteraard geweigerd hebben, aldus Lange in zijn voornoemde commentaar.

5. Conclusie

- 5.1 De conclusie luidt dat de investering van Econcern in het project Gode Wind zwaar verlieslatend is geweest. Het door Econcern – deels in de vorm van een bankfinanciering en deels in de vorm eigen geld – geïnvesteerde bedrag van € 26 miljoen is grotendeels verloren gegaan. Nadat Econcern het belang in Gode Wind had verkregen, heeft er nauwelijks ontwikkeling in het project plaatsgevonden. Bovendien was de RvC slechts 24 uur de tijd gegund om het project te beoordelen. Een onderbouwing van de koopsom is niet aangetroffen. Evenmin blijkt uit de notulen dat over de hoogte van de koopsom is gesproken binnen de RvB.

5.2 Naar de vraag of de koopprijs die Econcern betaalde in de gegeven omstandigheden reëel was en in hoeverre het hier met de kennis van toen een verantwoorde investeringsbeslissing betreft wordt nog nader onderzoek gedaan.

Hoofdstuk 13 Belwind

1. Inleiding

1.1 Belwind betrof de ontwikkeling van een groot off-shore windpark (in twee fasen van elk 55 turbines van 3MW per turbine) voor de kust van Zeebrugge (België). Belwind N.V., een Belgische 100% (klein)dochter van Econcern, verkreeg op 5 juni 2007 de concessie van de Belgische overheid om dat windpark te realiseren.

1.2 Belwind was een groot, kapitaalintensief project. Fase 1 van het project werd beschreven door Van der Hem, Wasser, Lange en een lid van de RvB van Econcern (waarschijnlijk Berkhout) in het document “Evelop Business Case and Investment Proposal DG-2” van 29 augustus 2008. Uit dit document blijkt dat met de investering van Fase 1 alleen al een bedrag ad € 537 miljoen was gemoeid, dat grofweg als volgt was opgebouwd:

•	Turbines	€ 230 mio
•	Foundation, cabling etc	€ 212 mio
•	Development costs	<u>€ 42 mio</u>
	<u>Construction costs</u>	<u>€ 484 mio</u>
•	Financieringsfees en -lasten	€ 53 mio
	Totale investering Fase 1	<u>€ 537 mio</u>

1.3 In het hiervoor genoemd DG2-rapport is de voorgestelde financiering van Fase 1 van Belwind als volgt samengevat:

• Senior debt financing	€ 353 mio
• Mezzanine debt financing	€ 25 mio
• Shareholders equity	€ 148 mio
• Pre-completion revenues	<u>€ 11 mio</u>
Totale financiering	<u>€ 537 mio</u>

- 1.4 Door Econcern is tot faillissementsdatum in Belwind een bedrag van € 33 miljoen geïnvesteerd, waarvan € 3,4 miljoen in 2007, € 13 miljoen in 2008 en € 17 miljoen in de periode januari tot en met mei 2009.

2. Management Belwind

- 2.1 Coenen was vanaf de oprichting van Belwind aangetrokken als (operationeel) manager van Belwind. Bestuurder van Belwind was Berkhout, direct en indirect via medebestuurder Econcern; zoals hiervoor verwoord was Belwind een 100% deelneming van Econcern. In een overeenkomst van 17 september 2007 werd Coenen door Lange 1,5% van de aandelen in Evelop België N.V. toegezegd; Belwind N.V. was een dochter van Evelop België N.V.
- 2.2 Bij de eerder genoemde overeenkomst verkreeg Coenen tevens het recht om de aandelen te verkopen bij financial close van een project van Evelop België (waaronder Belwind). Hij had dan recht op de niet nader bepaalde meerwaarde van het project, met maximaal 1,5% van de projectwaarde. Aan deze overeenkomst was ten tijde van het uitspreken van de surseance nog geen uitvoering gegeven. Coenen heeft vanwege de niet-nakoming van deze overeenkomst een vordering van € 1.349.308,5 in het faillissement van Evelop International ingediend.

3. Beslissing tot investering en Framework Agreement Van Oord

- 3.1 De Risk Assessment Committee van Evelop ('RAC') heeft in juni 2008 de voorgenomen investering in Belwind beoordeeld. In de notitie van de RAC d.d. 27 juni 2008 is het volgende vermeld:

"In our opinion the project is not ready to be put before the Board of Econcern and the supervisory board, to request the investment of € 138 mln. After the addition of some additional information about risks mentioned below, and their mitigation, the project can be put before the Board of Econcern".

- 3.2 De door de RAC geïnterpreteerde risico's hadden – kort gezegd – betrekking op de CAPEX, de verzekering, de finance equity, de inhoud van de contracten met Van Oord en de planning. In zijn commentaar op het concept-onderzoeksrapport heeft Lange toegelicht dat met inachtneming van het commentaar van de RAC het voorstel omtrent de investering van Belwind is aangepast.
- 3.3 Uit de notulen van de vergadering van de RvB d.d. 4 augustus 2008 blijkt dat door de RvB werd besloten om een bedrag van € 15 miljoen in Belwind te investeren. In die vergadering werd door Berkhout en Van der Leun, in afwezigheid van Van Wijk, geconstateerd dat op dat moment nog te veel *"(contractuele) losse eindjes"* bestonden om een gedetailleerd investeringsvoorstel voor Belwind voor te leggen. Desondanks werd besloten dat investeringen van € 15 miljoen die benodigd waren voor het onderzoeken van levensvatbaarheid van het project moesten worden gedaan. Uit de notulen van deze vergadering blijkt niet dat kennis was genomen van de

hiervoor genoemde notitie van de RAC en de daarin genoemde risico's, althans de eventuele beraadslaging naar aanleiding van de notitie van de RAC blijkt niet uit de (summiere) notulen van de vergadering van de RvB d.d. 4 augustus 2008.

- 3.4 Voorts werd in die vergadering besloten dat aan Van Oord een (corporate) garantie werd verstrekt van afgerond € 5 miljoen. Van Oord zou op grond van een raamovereenkomst met Econcern betalingen moeten gaan doen aan onder andere door Van Oord te contracteren onderaannemers.
- 3.5 Deze corporate garantie was (voor een bedrag van € 4.999.999,-) ten tijde van het nemen van het formele besluit tot afgifte door de RvB op 4 augustus 2008 (in afwezigheid van Van Wijk) feitelijk op 31 juli 2008 al verstrekt door Berkhout en Van der Leun. Deze garantie hield inderdaad verband met afspraken in een Framework agreement tussen Evelop (International B.V.) en Van Oord d.d. 18 april 2008 ("**de Framework agreement**").
- 3.6 Op grond van de Framework agreement heeft Evelop aan Van Oord het exclusieve recht verleend om voor één off-shore windpark project van Evelop per jaar, in de periode vanaf 2008 tot en met 2015, de toelevering en installatie te verzorgen van onder andere de turbinefunderingen, zeebekabeling en off shore onderstations. Het eerste project waarvoor Van Oord het recht had om de overeengekomen werkzaamheden te gaan verrichten, was het Belwind project. Financial close van Belwind werd in het tweede kwartaal 2008 (dus binnen twee maanden na het sluiten van de overeenkomst) verwacht.

- 3.7 Tussen partijen is overeengekomen dat als Van Oord voor financial close bedragen zou moeten voorfinancieren, bijvoorbeeld ten behoeve van onderaannemers of toeleveranciers, zij dat slechts zou doen tot een bedrag van € 5 miljoen en na verkregen toestemming van Evelop. Econcern diende in een dergelijk geval voldoende zekerheid te stellen. Vanwege deze afspraken zal de in § 3.4 genoemde garantie door Econcern zijn afgegeven. Voor welke voorfinancieringen door Van Oord deze garantie is afgegeven is overigens niet duidelijk.
- 3.8 De voorwaarden van de Framework agreement lijken weinig gunstig voor Evelop. Van Oord verkreeg voor een periode van acht jaar feitelijk het exclusieve recht om mee te werken aan de Evelop off-shore windparken (één per jaar), een substantiële opdracht dus, met een ogenschijnlijk gunstige regeling ter zake van een “mark up fee” (zie hieronder), maar Evelop leek daar niets voor terug te krijgen. In zijn commentaar op het concept-onderzoeksrapport d.d. 1 november 2013 heeft Lange aangegeven dat Econcern zich met deze overeenkomst verzekerde van voldoende capaciteit voor het installeren van windturbines op zee, die destijds schaars was, aldus Lange.
- 3.9 Tegen welke prijs en onder welke condities Van Oord de werkzaamheden voor de off-shore windparkprojecten van Evelop, waaronder Belwind, zou gaan verrichten, is in de Framework agreement aan nadere afspraken tussen partijen overgelaten.
- 3.10 Er is slechts een regeling opgenomen op grond waarvan Van Oord voor 50% meedeelde in een eventuele overschrijding van door beide partijen per project in te schatten projectkosten, maar ook meedeelde in de “winst” indien

de daadwerkelijke projectkosten lager zouden uitvallen dan de geschatte projectkosten. Op welke wijze deze kosten werden geschat is in de Framework agreement niet nader uitgewerkt. Tevens is in annex 4a een mark up fee voor Van Oord over de ingeschatte projectkosten van totaal 20% afgesproken.

- 3.11 Uit de notulen van de eerdergenoemde vergadering van de RvB d.d. 4 augustus 2008 blijkt niet dat gesproken is over de verdere voorwaarden van deze aan Van Oord te verstrekken corporate garantie anders dan dat de garantie zou zien op *‘the payments they are making for the Geosea contract and amounts invoiced to EI and paid by EI and for other pre-financing that Van Oord carries out.’*

4. Belwind naar DG2

- 4.1 Op 1 september 2008 werd hangende de afronding van de “DG2-approval” door de RvB van Econcern besloten om verdere vertraging te voorkomen en € 28 miljoen in Belwind te investeren. Waarop die beslissing is gebaseerd is niet uit de notulen af te leiden; bij de notulen is evenmin een notitie gevoegd met een toelichting op deze investering.
- 4.2 Daarnaast werd tijdens die vergadering – onderhevig aan toestemming van het Consortium – besloten om de corporate garantie ten behoeve van Van Oord te verhogen tot het contractuele maximum van € 7,5 miljoen. Deze toestemming van het Consortium was nodig voor het aangaan van schulden boven de € 5 miljoen.

- 4.3 Dezelfde middag deelde Berkhout aan de RvC mee dat financial close van Belwind werd verwacht in november 2008 en dat de contracten in de laatste fase van onderhandeling waren. De RvC werd geïnformeerd dat tot aan financial close een bedrag van € 28,6 miljoen aan kosten werd verwacht. Verdere gegevens ten aanzien van Belwind zijn aan de RvC verstrekt in de vorm van een korte presentatie.
- 4.4 Op 8 september 2008 werd door de RvB (in aanwezigheid van Lange in verband met deze beslissing) besloten om door te gaan naar DG2 (op basis van een 'DG2 paper for Belwind' van Lange). Uit de mail van Berkhout aan Lange d.d. 8 september 2008 blijkt dat de RvB op voorhand geen documentatie had ontvangen. Berkhout heeft opgemerkt: *"Uiteraard ken ik de BC wel inhoudelijk en ondersteun ik jullie DG2 voorstel volledig."*
- 4.5 Uit de notulen van de vergadering van de RvB d.d. 8 september 2008 blijkt dat tot financial close de ontwikkelingskosten (devex) en voorinvesteringen (pre-capex) op totaal € 40 miljoen werden begroot, waarvan op dat moment € 7,7 miljoen was gespendeerd. Daarvoor gaf de RvB toestemming. Het risico in geval financial close niet bereikt zou worden zou beperkt zijn, omdat de Belwind-concessies hoge waarde vertegenwoordigden, aldus de notulen van de vergadering van de RvB d.d. 8 september 2008. Dexia zou een brugfinanciering van € 30 miljoen willen verstrekken, waarover op 22 september 2008 de kredietcommissie zou besluiten. Dexia heeft dat overigens niet gedaan.
- 4.6 Een kleine maand na de beslissing om door te gaan naar DG2 werd in de vergadering van de RvB d.d. 6 oktober 2008 geconstateerd dat de cash flow forecast voor Belwind (in de treasury report voor week 40) substantieel

gewijzigd was. Om die reden en vanwege de financiële crisis werd besloten per kwestie over betaling van devex en precapex kosten te beslissen en de beslissing het project de DG2 fase te laten ingaan te heroverwegen.

5. Garantie aan Van Oord van € 28 miljoen

5.1 Bij brief van 19 december 2008, ondertekend door Van Wijk, heeft Econcern aan Van Oord in de vorm van een letter of comfort een schriftelijke garantstelling afgegeven tot een bedrag van € 28 miljoen voor de terugbetaling van kosten die Van Oord diende te betalen aan onderaannemers en toeleveranciers vóór financial close (die volgens deze brief werd verwacht uiterlijk op 1 maart 2009). Deze garantie kwam bovenop de op 31 juli van dat jaar door Econcern afgegeven garantie van afgerond € 5 miljoen. Onduidelijk is hoe deze garantie zich verhoudt met de hiervoor in § 4.6 beschreven beslissing van de RvB op 6 oktober 2008 om mede gelet op de bijgestelde cash flow forecast van Belwind en de kredietcrisis per kwestie over betaling van dergelijke kosten te beslissen.

5.2 Er was op 19 december 2008 (nog) geen overeenkomst met Van Oord gesloten betreffende de (financiële) voorwaarden waaronder zij haar werkzaamheden betreffende Belwind zou gaan verrichten. Evenmin blijkt waarop de aannahme door Van Wijk in de brief d.d. 19 december 2008 – dat financial close op of omstreeks 1 maart 2009 zou worden bereikt – was gebaseerd. Zo was er op dat moment bijvoorbeeld nog geen commitment voor het voor de financiering van Belwind benodigde vreemd en eigen vermogen en geen enkele zekerheid dat dat tijdig voor 1 maart 2009 zou worden verkregen. Uit een latere e-mail van Epskamp van 6 februari 2009

aan Lange blijkt ook dat vanuit de RvB geen grip was op (de planning van) Belwind en dat financial close keer op keer werd uitgesteld.

- 5.3 De ten gunste van Van Oord afgegeven letter of comfort is mede ondertekend door Ludo van Halderen, voorzitter van de RvC. Niet is gebleken dat voor de afgifte van deze garantie toestemming is gevraagd van het Consortium, terwijl dat wel vereist was.
- 5.4 De gang van zaken omtrent de in december 2008 aan Van Oord verstrekte garantie is aan de orde gekomen in het gesprek dat curatoren voerden met Zegering Hadders en Van Halderen. Zegering Hadders heeft tijdens dat gesprek aangegeven dat bekend was bij de RvC dat Econcern aan Van Oord garanties had afgegeven en dat een en ander was voorgelegd aan de RvC. In zijn commentaar op het concept-onderzoeksrapport d.d. 8 oktober 2013 is door de commissarissen Zegering Hadders, Nijpels, Van Halderen en Saris nog toegelicht dat de situatie van Belwind en het aangaan van de verplichtingen richting Van Oord waren geagendeerd en ook zijn besproken. Op dat moment bestond de overtuiging dat de transactie met Electrabel voor 1 maart 2009 zou worden geëffectueerd, zodat met de opbrengst van de verkoop van het aandelenbelang de mogelijk te betalen kosten uit hoofde van deze garantie zouden kunnen worden betaald.
- 5.5 In de RvC vergadering van 18 december 2008 is door Van Wijk medegedeeld dat financial close in 2008 niet haalbaar was. Dit kwam onder andere omdat een belangrijke financier, de EIB, pas in februari 2009 formeel toestemming kon geven voor de financiering. Van Wijk heeft bij die gelegenheid toestemming gevraagd voor een investering van Econcern bij financial close van Belwind van een bedrag van € 15 tot 25 miljoen. Econcern zou een

belang van 51% in Belwind houden en de overige 49% verkopen. Met de opbrengst van deze verkoop zou voornoemde investering gefinancierd kunnen worden. Electrabel werd genoemd als waarschijnlijke koper, zij zou een bod hebben uitgebracht van ongeveer € 24 miljoen. De RvC heeft toestemming gegeven voor deze investering alsmede voor de verkoop.

5.6 In de vergadering van de RvB d.d. 16 februari 2009 werd besproken dat – in aanvulling op de reeds aan Van Oord verstrekte garantie van € 28 miljoen – Van Oord had aangegeven dat door haar verplichtingen voor nog een bedrag van € 50 tot 60 miljoen moesten worden aangegaan. Hiermee zou Econcern verplichtingen naar voren halen, terwijl die op grond van het business model van Econcern pas zouden worden aangegaan na het bereiken van financial close. In dat kader werd door Van Oord verzocht om een (aanvullende) comfort letter. Besloten is om – gezien de financiële positie van Econcern – deze (aanvullende) comfort letter niet af te geven. Bovendien is besloten dat het aangaan van verplichtingen voorafgaand aan financial close (precapex) niet langer was toegestaan.

5.7 Uit de notulen van de vergadering van de RvB d.d. 23 maart 2009 volgt dat de door Electrabel voorgenomen participatie in Belwind onder druk stond; Electrabel had haar bod kennelijk verlaagd van € 24 miljoen naar € 11 miljoen.

6. Financiële verantwoording Belwind

6.1 De financiële verantwoording van Belwind kwam in het kader van de jaarcijfers 2008 aan de orde in een RvC vergadering van 29 januari 2009. Op 31 december 2008 was een mondelinge overeenkomst gesloten met

Electrabel over de verkoop van 35% in Belwind bij financial close tegen een koopprijs van circa € 22 miljoen (zoals gezegd werd dit bod van Electrabel later verlaagd naar € 11 miljoen). Voorafgaand aan de vergadering op 29 januari 2009 heeft Van Wijk samen met Lange getracht om tot overeenstemming te komen met Electrabel zodat zij zich onvoorwaardelijk (zonder 'conditions precedent') zou verbinden tot deze aankoop. Op die wijze zou de verkoop mogelijk in de resultaten van 2008 kunnen worden meegenomen, enerzijds door boeking van een verkoopresultaat van € 22 miljoen en anderzijds door een herwaardering van de overige aandelen in Belwind tot een bedrag van € 40,8 miljoen.

- 6.2 In de vergadering van de RvC van 29 januari 2009 heeft Van Wijk de overeenkomst met Electrabel toegelicht en heeft hij aangegeven dat in een vergadering van 26 januari 2009 het management van Electrabel deze deal nog eens aan hem had bevestigd. Epskamp meende echter dat deze deal niet meegenomen kon worden in de resultaten 2008 omdat de documentatie daarvoor onvoldoende was. Dit blijkt ook terecht. Electrabel wilde uiteindelijk niet investeren in Belwind, omdat zij tevens afnemer van de door Belwind te produceren energie zou zijn. Uiteindelijk deed Electrabel op 29 april 2009 een aanbod voor afname van de door Belwind te produceren energie. Dit aanbod is in juni 2009, na het uitspreken van de surseance, geaccepteerd.
- 6.3 De participatie van Electrabel in Belwind is ook aan de orde geweest in het gesprek dat curatoren met Epskamp hebben gevoerd.¹ Epskamp heeft het volgende verklaard:

¹ Verslag van gesprek tussen curatoren en Epskamp d.d. 7 december 2010.

“4.3 Epskamp geeft aan dat in de vergadering van de Raad van Commissarissen op 19 december 2008 is gesteld dat onder andere de Belwind deal essentieel is om te kunnen voldoen aan de convenanten per 31 december 2008. Ten tijde van de vergadering van 19 december 2008 was duidelijk dat de deal met de provincie Noord Holland inzake Darwind niet rond was. Van Halderen heeft in deze vergadering gevraagd hoe het bestuur hier tegenover stond, aangezien de deal inzake Darwind wel was opgenomen in de brief aan de banken maar deze dus niet tot stand was gekomen. Van Wijk heeft zich in deze vergadering verdedigd en aangegeven “dat hij het zo weer zou doen”. Anders voldeed Econcern immers niet aan de convenanten. Deze handelwijze is tijdens deze vergadering afgekeurd door de Raad van Commissarissen.

4.4 In de periode tot 1 januari 2009 is alsnog geprobeerd om inzake Belwind een deal rond te krijgen. Lange heeft op 31 december 2008 – naar verluidt – nog gebeld en gemaïld om te proberen de deal rond te krijgen en hij stuurde op 31 december 2008 om 23.45 uur een sms dat de deal gesloten zou zijn. Epskamp kreeg daarover een slecht gevoel, hij had het gevoel dat dat helemaal niet kon.

4.5 In de eerste week van januari 2009 vindt er een bespreking plaats tussen Lange en Epskamp. Daarbij zijn onder meer ook aanwezig Van Holst en de nieuwe CFO van Evelop (Mark Volbers, afkomstig van KPMG, gestart in de eerste week van januari 2009). Tijdens deze bespreking heeft Epskamp de overeenkomst inzake Belwind bekeken en geconstateerd dat daarin was een groot aantal conditions precedent waren opgenomen. Epskamp heeft toen wederom

aangegeven dat het ‘kansloos’ leek. Lange deed daarop vervolgens de historische uitspraak: ‘Dat had je dan ook eerder moeten zeggen. Dan moeten we een ander verhaal voor de accountant verzinnen’. Die dag daarna heeft Epskamp Van Halderen laten bellen en aangegeven dat hij een gesprek wilde met de voorzitters van de Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen van Econcern.”

- 6.4 De gevolgen van de voorgenomen verkoop van een belang in Belwind aan Electrabel zijn uiteindelijk niet verwerkt in de concept-jaarrekening 2008 van Econcern.

7. Voortdurend uitstel financial close

- 7.1 Zoals hiervoor verwoord kwam in de vergadering van de RvB op 16 februari 2009 aan de orde dat Van Oord de komende maanden voor een bedrag tussen de € 50 en 60 miljoen aan verplichtingen zou moeten aangaan, reden waarom zij had verzocht om een verhoging van de garantie van Econcern tot de hoogte van die verplichtingen. Besloten was om daartoe gelet op de financiële positie van Econcern niet over te gaan.
- 7.2 Vervolgens heeft Van Oord de druk op Econcern opgevoerd. Zij en door haar ingeschakelde onderaannemers hebben gedreigd met het stopzetten van de voorbereidende werkzaamheden voor financial close. In een bespreking op 13 maart 2009 heeft Econcern Van Oord een betaling toegezegd voor door Van Oord voorgefinancierde kosten van € 10,4 miljoen. In een brief van 17

maart 2009 heeft Epskamp bevestigd dat dit bedrag was overgemaakt aan Van Oord.²

- 7.3 In een brief van 19 maart 2009 heeft Van Oord wederom verzocht om aanvullende betalingen en garanties van Econcern. Op dat moment zouden de door Van Oord voorgefinancierde kosten afgerond € 60 miljoen bedragen. Tot aan de op dat moment verwachte datum van financial close van 15 mei 2009 zouden die kosten oplopen tot bijna € 120 miljoen. Econcern heeft Van Oord daarop meermalen dringend verzocht om haar voorbereidende werkzaamheden voort te zetten, en dus indirect om de daarmee gemoeide kosten voor te financieren. Het Consortium is van deze aanzienlijke verplichtingen die Econcern hiermee op zich nam niet op de hoogte gesteld.
- 7.4 Overigens was er op dat moment nog steeds geen finale overeenkomst met Van Oord gesloten waarin prijzen en overige voorwaarden waren vastgelegd waaronder Van Oord en haar onderaannemers hun werkzaamheden dienden te verrichten. Econcern heeft zich vóór het maken van afspraken over prijzen en voorwaarden dus al wel financieel gebonden aan Van Oord en haar onderaannemers. Hiermee heeft zij een aanzienlijk deel van haar onderhandelingspositie prijs gegeven en liep zij een reëel risico op een overeenkomst met Van Oord en onderaannemers op voor haar ongunstige voorwaarden.
- 7.5 Uiteindelijk bereikte het project ook geen financial close op 15 mei 2009. Op dat moment waren er onvoldoende verschaffers van eigen vermogen. Benodigd was circa € 100 miljoen, waarvan slechts door investeerders voor circa € 50 miljoen commitment was afgegeven. Van het benodigde vreemd

² Dit bedrag van € 10,4 miljoen maakt deel uit van het in § 1.4 genoemde bedrag van € 17 miljoen, zijnde het in 2009 geïnvesteerde bedrag in Belwind.

vermogen van circa € 500 miljoen zou een gedeelte van € 300 miljoen door de EIB (Europese Investeringsbank) worden verstrekt, het restant door meerdere commerciële banken. Over de verschaffing van de ontbrekende € 50 miljoen eigen vermogen konden na het faillissement van Econcern door curatoren bindende afspraken worden gemaakt met de Belgische Colruyt Groep, waarna financial close plaatsvond op 24 juli 2009. Voorafgaande aan financial close hebben curatoren het belang in Belwind verkocht in het kader waarvan de boedel van Econcern in verschillende tranches in totaal afgerond € 21,5 miljoen heeft ontvangen.

1. Samenvatting Project Koegorspolder

- 1.1 Eind 2003 heeft EIH met Win Wind B.V. ("**Win Wind**") een overeenkomst op hoofdlijnen gesloten. Win Wind zou in opdracht en ten behoeve van EIH een windpark ontwikkelen en realiseren in de Koegorspolder te Terneuzen. Het betrof een windpark bestaande uit 22 windturbines van het merk Vestas ("**het Project KGP**"). Eind 2004 is vervolgens overeengekomen dat Koegorspolder B.V. ("**KGP B.V.**") in plaats van EIH zou gaan optreden als koper van het Project KGP. De koopsom voor het windpark zou € 71 miljoen bedragen.
- 1.2 Econcern heeft in april 2006 95,26 % van de aandelen in Win Wind van Energon verkregen tegen een koopprijs van afgerond € 12,8 miljoen. In maart en april 2007 heeft zij de resterende aandelen verkregen van de heer Hutting en van J&J Consultancy tegen een koopprijs van totaal € 350.000,-.
- 1.3 In juni 2006 is een Turnkey koopovereenkomst gesloten tussen Win Wind en Koegorspolder C.V. ("**KGP C.V.**") (waarin EIH indirect 100% van de aandelen hield), waarbij KGP C.V. als koper in de plaats is getreden van KGP B.V. De koopprijs voor het Project KGP was inmiddels teruggebracht naar € 67,2 miljoen.
- 1.4 In augustus 2006 heeft Ecoventures 50% van de aandelen EIH verkregen en per december 2007 was Ecoventures enig aandeelhouder in EIH. Daarmee heeft zij indirect ook de aandelen in de commanditaire en beherende vennoten van KGP C.V. verworven.

- 1.5 In februari/maart 2007 is gestart met de bouw van het windpark en op 25 juni 2007 is financial close bereikt. Op die datum is ook de Turnkey Koopovereenkomst tussen Win Wind en KGP C.V. aangepast vanwege de door de financier NIBC gestelde eis dat de door haar te financieren vennootschap KGP C.V. rechthebbende diende te zijn tot de (beperkte rechten op de) onroerende zaken. In dat kader zijn die rechten bij deze overeenkomst door Win Wind aan KGP C.V. overgedragen. De verplichting tot betaling van alle opstalretributies is (niet beperkt in tijd, behoudens dat veel van deze opstalrechten voor de bepaalde duur van 20 jaar zijn aangegaan) bij Win Wind neergelegd, met een garantie van Econcern. Win Wind is bij deze transactie bij volmacht namens Windhandel Beheer vertegenwoordigd door Mark Mathijssen (bedrijfsjurist bij Evelop). Windhandel Beheer was op dat moment overigens niet (meer) vertegenwoordigingsbevoegd.
- 1.6 Door deze constructie zijn in Win Wind – ook na de verkoop door EIH van de aandelen in (de commanditaire en beherende vennootschappen van) Koegorspolder aan DIF en Ampère (zie hierna) – aanzienlijke verplichtingen (ca € 265.000,- aan opstalretributies per jaar) achtergebleven zonder dat daar (voldoende) opbrengsten tegenover stonden. Win Wind genereerde slechts inkomsten met het voeren van het beheer over het windpark tegen betaling door KGP C.V. van een jaarlijkse vergoeding van circa € 60.000,-. Met de overdracht van de (opstal)rechten van Win Wind met achterlating van de (opstal)verplichtingen waren de belangen van Win Wind niet gediend. Ook Econcern nam hiermee als garant een jarenlang lopende verplichting op zich, zonder dat daar inkomsten tegenover stonden. De heer Klaassen, die de bouw van het windpark heeft begeleid in de functie van projectmanager bij Win Wind, heeft over deze constructie geklaagd bij Roos, die dit naar zijn

zeggen bij Lange zou hebben neergelegd. Lange zou hiervoor (mogelijk met Kort en Berkhout) verantwoordelijk zijn geweest. Met deze klachten is echter niets gedaan.

- 1.7 Op 17 oktober 2007 heeft EIH 68,8% van haar belang in (de commanditaire en beherende vennoten in) KGP C.V. verkocht aan DIF tegen een koopprijs van € 13,81 miljoen¹. De door KGP C.V. aan Win Wind te betalen koopprijs voor het Project KGP is bij die gelegenheid nog verder naar beneden bijgesteld, naar € 57,25 miljoen. De kennelijk in de koopsom begrepen ontwikkelingsvergoeding voor Win Wind van € 10 miljoen is komen te vervallen.
- 1.8 Eind december 2007/januari 2008 is het windpark in gebruik genomen.
- 1.9 De resterende 31,9% van het belang van EIH in de commanditaire vennoten van KGP C.V. is door EIH op 31 maart 2008 verkocht en geleverd aan Ampère Equity Fund B.V. ("**Ampère**") tegen een koopprijs van € 8,2 miljoen.

2. Financiële consequenties voor Econcern

- 2.1 Bij financial close heeft Econcern een achtergestelde geldlening aan KGP C.V. verstrekt van € 5,6 miljoen. Kennelijk heeft Econcern vervolgens meer aan KGP C.V. geleend dan in deze geldleningsovereenkomst was vastgelegd. Blijkens een tussentijdse jaarrekening van KGP C.V. van 12 oktober 2007 bedroeg deze lening per die datum € 6 miljoen. Interne besluitvorming binnen Econcern over het aangaan van deze lening is niet aangetroffen. In

¹ Tevens is een earn out regeling overeengekomen ten behoeve van EIH gedurende 20 jaar na oplevering van het windpark, afhankelijk van de daadwerkelijke stroomproductie en opbrengsten in een jaar.

het kader van de verkoop van 68,1% van de belangen van EIH in (de vennoten van) KGP C.V. aan DIF op 17 oktober 2007 is overeengekomen dat deze lening op die datum zou zijn afgelost. In haar jaarrekening 2007 had Econcern echter nog een lening van € 2 miljoen aan KGP C.V. openstaan.

- 2.2 Het resultaat voor Econcern van de genoemde transacties met DIF en Ampère bedroeg volgens een schriftelijke toelichting van Steen (financieel medewerker bij Evelop) in totaal € 3,56 miljoen. Hierin is wel rekening gehouden met bij de aanschaf van Win Wind betaalde goodwill van € 12 miljoen, maar niet met eventueel in het kader van de aankoop van EIH betaalde goodwill.² Indien men ook (i) de waardering (tot een bedrag van € 4,5 miljoen) van het belang van EIH in KGP bij de aankoop van EIH door Ecoventures en (ii) de doorlopende aansprakelijkheid van Win Wind en Econcern na de transacties met DIF en Ampère gedurende een periode van 20 jaar voor een bedrag van € 265.000,= per jaar aan opstalretributies verdisconteert, leidt dat tot de conclusie dat het project per saldo zwaar verlieslatend is geweest is voor Econcern.

3. Windspeed

- 3.1 Opmerkelijk is dat van de 22 windturbines in de Koegorspolder er 21 eigendom waren van KGP C.V. en één windturbine van VOF Wind Speed I, een vennootschap van Phijffer en Lange. Beiden hebben zich namens EIH/KGP B.V. en C.V. bezig gehouden met de ontwikkeling van het Project KGP. Wind Speed I heeft deze windturbine van KGP B.V. gekocht op grond van een koopovereenkomst van 29 december 2005, die namens KGP B.V. is getekend

³⁶ E-mail van Steen d.d. 22 april 2010 met bijlage.

door Groenhof.³ Tussen Wind Speed I en EIH, destijds 100% aandeelhouder in KGP B.V., is op dezelfde datum overeengekomen dat EIH voor de bemiddeling bij de totstandkoming van deze koopovereenkomst een bemiddelingsfee van € 800.000,- zou ontvangen binnen vier weken na ontvangst van een factuur daartoe. Deze fee is voor haar faillissement nooit door EIH gefactureerd. Curatoren zijn een procedure gestart teneinde deze fee alsnog te incasseren.

- 3.2 De door Wind Speed I voor de windturbine te betalen koopprijs was € 2,3 miljoen exclusief BTW, een substantieel lagere koopprijs dan de koopprijs ad € 3,2 miljoen die KGP B.V. op grond van de toen geldende koopovereenkomst met Win Wind per windmolen verschuldigd was, maar ook lager dan de uiteindelijk door KGP C.V. betaalde koopprijs van € 2,6 miljoen per windmolen. Omdat Wind Speed I de koopprijs vooruit had betaald, heeft zij bovendien nog een korting hierop gekregen van € 68.041,-. Lange heeft toegelicht dat de toenmalige bestuurders aandeelhouders van EIH van deze constructie op de hoogte waren en hiermee hadden ingestemd.
- 3.3 De uiteindelijk door Wind Speed I te betalen koopprijs ad € 2,26 miljoen is gefinancierd door de ING Bank. Deze financiering is door Wind Speed I op 2 januari 2007 afgelost. Daartoe had Wind Speed I op 2 januari 2007 een geldlening voor hetzelfde bedrag verkregen van KGP C.V. Tot oplevering van het windpark was hierover geen rente verschuldigd. Deze lening was in ieder geval in november 2009 nog niet door Wind Speed I afgelost.

³ Overeenkomst van koop en verkoop van windturbineproject tussen Wind Speed I en KGP B.V. d.d. 29 december 2005, bijlage 1 bij een overdrachtsovereenkomst van rechten en verplichtingen uit hoofde van overeenkomst van koop en verkoop van windturbineproject tussen Wind Speed I, KGP B.V. en KGP C.V. d.d. 29 juni 2005.

- 3.4 Deze lening is – onverplicht – verstrekt door KGP C.V., nadat Econcern in augustus 2006 50% van de aandelen EIH had overgenomen en daarmee indirect aandeelhouder in (de vennoten van) KGP C.V. was geworden. Groenhof Holding vertegenwoordigde KGP C.V. bij deze transactie.
- 3.5 Onduidelijk is waarom KGP C.V. onverplicht deze aanvankelijk renteloze lening aan Lange en Phijffer heeft verstrekt. Curatoren hebben nog in onderzoek of de belangen van KGP C.V. (voldoende) zijn gediend met deze transactie.
- 3.6 Bovendien is deze geldlening niet in de RvB of RvC vergaderingen van Econcern aan de orde geweest, terwijl daar op grond van de toen geldende Supervisory board charter wel goedkeuring van de RvC voor was vereist. Het betrof namelijk een lening aan een niet gecontroleerde vennootschap. Ook is geen bestuursbesluit aangetroffen waarin is besloten tot het aangaan van de geldleningsovereenkomst en evenmin is genotuleerd dat hiervoor goedkeuring is gevraagd of verkregen van medeaandeelhouder Ecoventures, terwijl dat op grond van de tussen Groenhof Holding, Typhoon, Ecoventures en EIH d.d. 8 augustus 2006 gesloten aandeelhoudersovereenkomst (**“Aandeelhoudersovereenkomst EIH”**) wel was vereist. Groenhof Holding heeft met het sluiten van deze geldleningsovereenkomst dus gehandeld in strijd met de Aandeelhoudersovereenkomst EIH.

1. Het Project Afrikahaven

- 1.1 In 2006 heeft Koop Duurzame Energie B.V. ("**KDE**") een tender voor de bouwrechten van 7–9 windturbines van elk 3 MW in de Afrikahaven van Amsterdam gewonnen ("**Project Afrikahaven**"). KDE is vervolgens op 18 juni 2006 een samenwerkingsovereenkomst aangegaan met Windpark Afrikahaven B.V. ("**Windpark Afrikahaven**"), een 100% dochter van Energy Investment Holding B.V. ("**EIH**"), waarvan de aandelen op dat moment nog in handen waren bij Groenhof Holding en Typhoon. Op grond van deze samenwerkingsovereenkomst zou KDE het Project Afrikahaven in opdracht van Windpark Afrikahaven turnkey gaan realiseren en zou EIH de structurering en financiering regelen. Windpark Afrikahaven zou na realisatie eigenaar worden van het Project Afrikahaven.
- 1.2 KDE is weliswaar in de samenwerkingsovereenkomst van 18 juni 2006 gecontracteerd als realisator van het windpark, maar op 8 september 2006 is ook met Vermolen Professional Services B.V. (later genaamd REC B.V. ("**REC**")) een overeenkomst aangegaan voor de realisatie van het Project Afrikahaven. De rechten en verplichtingen ter zake zijn een jaar later van REC overgenomen door REC Windpark Afrikahaven B.V. ("**REC Afrikahaven**"), een vennootschap waarvan Lange (indirect) 100% van de aandelen hield alsmede (indirect) enig bestuurder was, waarin vervolgens de bouw van het Project Afrikahaven plaats heeft gevonden. De reden dat een vennootschap van Lange werd gecontracteerd voor de realisatie van het windpark was volgens de toelichting van Lange gelegen in het mogelijk aflopen van de EIA/VAMIL

regeling. Om een beroep te doen op deze regeling was een overeenkomst voor de realisatie met een derde partij noodzakelijk, zo heeft Lange toegelicht. Waarom dat een vennootschap van Lange moest zijn, is niet helder.

1.3 Opvallend is dat Groenhof deze Turnkey koopovereenkomst met REC op 8 september 2006 namens Windpark Afrikahaven heeft getekend, terwijl niet is gebleken van een bestuursbesluit van Windpark Afrikahaven (een 100% dochtervennootschap van EIH) daartoe, terwijl dat op grond van artikel 3 van de Aandeelhoudersovereenkomst EIH d.d. 8 augustus 2006 wel was vereist. Evenmin is gebleken dat Ecoventures in haar rol van medeaandeelhouder de vereiste toestemming had gegeven voor de met het sluiten van de Turnkey koopovereenkomst gemoeide investering door Windpark Afrikahaven van € 32,4 miljoen. Groenhof heeft deze Turnkey koopovereenkomst dus gesloten in strijd met de Aandeelhoudersovereenkomst EIH.

1.4 Op 17 september 2007 is financial close bereikt en in juni 2008 is het windpark opgeleverd. Curatoren zijn er na het faillissement in geslaagd om de aandelen in Windpark Afrikahaven voor afgerond € 3 miljoen te verkopen aan Eneco.

2. REC Afrikahaven

2.1 De Rabobank heeft op 17 september 2007 een faciliteit voor de bouw van het windpark aan Windpark Afrikahaven en REC Afrikahaven verstrekt van € 27,25 miljoen met daarnaast een BTW component van € 4,3 miljoen. Op diezelfde datum is totaal afgerond € 27 miljoen uit het bouwdepot door Windpark Afrikahaven aan REC Afrikahaven vooruitbetaald.

2.2 Dit substantiële bedrag is aan de vennootschap van Lange betaald, terwijl deze betaling geen grondslag vond in de Turnkey koopovereenkomsten met REC Afrikahaven (als rechtsopvolger van REC) en daar ten tijde van de betaling evenmin facturen aan ten grondslag lagen. Ook waren er door REC Afrikahaven geen zekerheden gesteld ten behoeve van Windpark Afrikahaven. Lange heeft toegelicht dat dergelijke zekerheden niet nodig waren omdat hij geen toegang zou hebben gehad tot de bankrekening van REC Afrikahaven. De administratie zou binnen Econcern gevoerd zijn en betalingsinstructies ter zake de rekening zouden door anderen zijn voorbereid en slechts ter ondertekening aan Lange zijn voorgelegd (die aldus bevoegd was tot het geven van betalingsopdrachten). Echter, uit een e-mailwisseling tussen Hamer (groepscontroller op holdingniveau) en Jongste (ontwikkelaar bij Evelop) van november 2007 en februari 2008 blijkt dat Hamer hier in ieder geval anders over dacht. Hij heeft tot twee keer toe (in november 2007 en februari 2008 kritische vragen gesteld aan Jongste van Evelop over deze constructie. Hamer heeft op 6 februari 2008 het volgende gemaild:

"Ik denk dat we toch een aantal problemen hebben, die tot op heden nog niet zijn opgelost door jou en/of het Financial Close team.

Als Econcern/WP Afrikahaven lopen we de volgende risico's op REC Afrikahaven, waarvoor geen toestemming is verkregen vanuit de Board van Econcern (althans ik heb die nog niet gezien):

- 1) Debiteuren risico op Rec Afrikahaven, zonder zekerheden. Als Rec Afrikahaven om wat voor reden dan ook haar verplichtingen niet nakomt, dan zijn wij gewoon concurrent-schuldeiser.*
- 2) Risico van non-performance door Rec Afrikahaven, (...)*
- 3) Op grond van 1 + 2 dient er nog een LC gesteld te worden ten gunste van WP Afrikahaven ten laste van REC Afrikahaven, voor de nakoming van de*

verplichtingen door REC Afrikahaven, waarbij de looptijd is tot oplevering van het park. Een vergelijkbare constructie is immers ook geregeld tussen REC en Vestas.

4) Wanneer ontstaat de eerstvolgende mogelijkheid om REC Afrikahaven er helemaal tussenuit te halen als contractspartij?

5) Ik wil graag dat de rentecompensatie nu contractueel wordt vastgelegd tussen WP Afrikahaven en REC Afrikahaven, waarbij de uitvoering in handen wordt gelegd van de Rabobank.

Graag het genoemde contract voor de rentecompensatie regelen, en de LC ten gunste van WP Afrikahaven laten stellen.

2.3 Jongste heeft in reactie hierop samengevat te kennen gegeven deze problemen niet als zodanig te zien, omdat de risico's voor Windpark Afrikahaven/Econcern beperkt waren. Het stellen van zekerheden ten behoeve van Windpark Afrikahaven was niet mogelijk omdat Rabobank, die een eerste pandrecht had op de projectrekening, dat niet zou accepteren. Rabobank zou het risico van non performance bewaken, nu zij een financiering van € 27,5 miljoen had verstrekt. De mogelijkheid van het stellen van een LC zou met de Rabobank moeten worden overlegd en de rentecompensatie zou Steen oppakken.

2.4 Er is echter geen documentatie aangetroffen omtrent een LC of ter zake de rentecompensatie. Windpark Afrikahaven en Econcern (via de 403-verklaring) bleven dus reële risico's lopen vanwege deze constructie met REC Afrikahaven. Weliswaar had Rabobank er belang bij om de geldstromen en handelwijze van REC Afrikahaven goed te controleren, maar zekerheid dienaangaande was er niet. Bovendien bood dat geen zekerheid voor correcte performance door REC Afrikahaven, bijvoorbeeld ten aanzien van de

oplevering van het project door REC Afrikahaven aan Windpark Afrikahaven (inclusief overdracht van de garanties van Vestas e.d.). Het had voor de hand gelegen dat Windpark Afrikahaven/Econcern hun eigen belangen in dit project afdoende hadden zeker gesteld.

1. Inleiding

- 1.1 In de periode 2006 tot en met 2009 (tot aan datum surseance) is door Econcern met name via haar business unit Evelop fors geïnvesteerd in zowel onshore als offshore windparken (waaronder Q7, Belwind, Koegorspolder, Bonaire en Gode Wind). Daarnaast heeft Econcern vanaf november 2006 geïnvesteerd in Darwind, een producent van lichtgewicht windturbines specifiek gericht op offshore gebruik.
- 1.2 Teneinde te kunnen beoordelen of deze investeringen gerechtvaardigd zijn geweest, dienden curatoren een beter beeld te krijgen van de ontwikkelingen op de West-Europese windenergiemarkt gedurende de periode 2006 – 2009. In dat kader is aan Green Giraffe (Energy Banks) B.V. gevraagd om een analyse van deze windmarkt op te stellen.
- 1.3 Hierna zal een samenvatting worden gegeven van de resultaten van het onderzoek.

2. Windenergiemarkt 2006 – 2009

- 2.1 Europa was in 2005 wereldwijd marktleider op het gebied van windenergie. Voor de periode 2006 – 2009 voorzagen de European Wind Energy Association ('EWEA') en de Global Wind Energy Council ('GWC'), mede gebaseerd op projecties van het onafhankelijke International Energy Agency, een sterke groei voor windenergie in de EU. De groei in de EU en in

Nederland, Duitsland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en België in het bijzonder, werd gefaciliteerd door een duidelijk en consistent regulatorisch en daarmee ook voorspelbaar economisch kader op zowel Europees als nationaal niveau.

- 2.2 Voorspellingen van de groei van windenergie op lange termijn (2015 en verder) liepen weliswaar uiteen, maar voor de korte termijn (2006 – 2010) lagen verschillende voorspellingen dicht bij elkaar. EWEA voorspelde in 2003 een totaal geïnvesteerd windvermogen (onshore en offshore) per eind 2010 in de EU van 75.000 MW, terwijl GWEC in 2006 tot een prognose van 77.000 Mw per eind 2010 kwam. Ter vergelijking: Project Q7 omvatte een 120 MW wind offshore project, Belwind een 330 MW wind offshore project, Koegorspolder een 44 MW wind onshore project en Gode Wind een offshore wind project variërend van 240 tot 400 MW.¹
- 2.3 Indien men de scenario's met betrekking tot de verwachte groei van windenergie in Europa vergelijkt met het daadwerkelijk eind 2010 in de EU cumulatief opgestelde vermogen, blijkt dat het verwachte cumulatief opgestelde vermogen van 75 – 77 GW al eind 2009 (75.103 MW) werd gerealiseerd. Met een eind 2010 daadwerkelijk cumulatief opgesteld vermogen van ruim 84 GW werden de prognoses van EWEA en GWEC voor 2010 ruimschoots overtroffen.
- 2.4 Van de 84 GW capaciteit die eind 2010 in de EU was geïnstalleerd, stond ruim 81 GW op land. Windparken op zee droegen slechts voor ongeveer 3 GW bij aan het per eind 2010 totaal geïnstalleerd windvermogen in de EU. De algemene verwachting aan het begin van de 21^e eeuw was dat offshore wind

¹ Jaarrekening 2007 van Econcern, p. 31 en 32.

eind 2010 een grotere groei zou hebben doorgemaakt. De offshore windprojecten die tot en met 2005 werden gebouwd hebben echter aangetoond dat het installeren van windturbines op zee risicovoller en duurder was dan werd aangenomen, waardoor de grootschalige ontwikkeling van offshore windprojecten vertraging opliep.

- 2.5 De groei van de markt voor windenergie wordt gedreven door onder meer het aanbod van en de vraag naar energie, het steeds toenemende belang van milieuvraagstukken en de continue verbetering van de techniek zelf. Daar komt nog bij dat met de groei van de wereldwijze markt voor windenergie de kosten van windenergie aanzienlijk zijn gedaald. In 2006 produceerde een moderne windturbine 200 keer zoveel elektriciteit tegen minder dan de helft van de kosten per opgewekte kWh elektriciteit dan een windturbine van 20 jaar daarvoor.

3. Conclusie

- 3.1 Uit het voorgaande blijkt dat er sprake was van sterke groeiscenario's voor de windenergie in de Europese Unie. Evelop bediende deze markt. Deze markt nam niet af als gevolg van de financiële crisis, die eind september 2008 begon.

1. Inleiding

- 1.1 Darwind is op 22 februari 2006 opgericht door de Stichting Associatie Technologie Overdracht Noord-Holland ('ATO'). Darwind ontwikkelde offshore windturbines. De windturbinemarkt was nog een relatief jonge markt, die gedomineerd werd door Vestas en Siemens. Deze partijen pasten onshore windturbines aan voor de offshore markt met alle complicaties van dien. Darwind zou een lichtgewicht windturbine ontwikkelen met een zogenaamde 'direct drive' generator, specifiek gericht op offshore.
- 1.2 Volgens het businessplan voor Darwind van 8 juni 2007 zou in oktober 2008 de productie en installatie van de testturbine een feit moeten zijn. Darwind zou in 2010/2011 moeten starten met de productie van de nieuwe turbines en vanaf dat moment inkomsten kunnen genereren.
- 1.3 Vanaf de oprichting van Darwind Holding hebben diverse partijen in deze vennootschap geparticipeerd. De diverse mutaties in het aandelen kapitaal in Darwind Holding kunnen als volgt schematisch worden weergegeven:

	180 aandelen 16-11-2006	16-10- 2007	24-12- 2007	24-6- 2008	8-8- 2008	200 aandelen 18-8-2008
ATO	88 (49%)	29 (16,11%)	0	0	0	0
ODEN	0	59 (32,79%)	59 (32,79%)	0	0	0
Ecoventures	92 (51%)	92 (51%)	121 (67,21%)	180 (100%)	0	0
Wind Holding		0		0	180 (100%)	180 (90%)
Converteam	0	0	0	0	0	20 (10%)

2. Darwind Development and Demonstration B.V.

2.1 Op 22 februari 2006 is Darwind Development and Demonstration B.V.

(‘**Darwind Development**’) opgericht door ATO als bestuurder en enig aandeelhouder. Rond diezelfde periode is Econcern gestart met een onderzoek naar haar mogelijke participatie in Darwind.

2.2 Op 19 juni 2006 is de voorgenomen participatie in Darwind door Berkhout aan de RvC van Econcern gepresenteerd. Econcern zou 51% van de aandelen in Darwind kopen en ATO zou de overige 49% houden. Zowel Econcern als ATO zouden € 2 miljoen aan eigen vermogen storten. Econcern zou daarnaast een aandeelhouderslening van € 1,5 miljoen verstrekken, waardoor de maximale investering van Econcern in Darwind € 3,5 miljoen zou bedragen, aldus Berkhout. De Provincie Noord-Holland zou een garantie van € 8,5 miljoen verstrekken aan Triodos Bank die een niet in omvang genoemde financiering aan Darwind zou verstrekken. Deze bedragen zouden worden geïnvesteerd in de ontwikkeling van drie testturbines voor de

offshore markt. Na de pilot zouden nieuwe aandeelhouders in Darwind aangetrokken worden, om Darwind van de benodigde aanvullende financiële middelen te voorzien. Berkhout heeft geconcludeerd dat er een beperkt risico zou zijn voor Econcern. De RvC van Econcern besloot op basis van de presentatie van Berkhout dat de onderhandelingen met de Provincie over deelname in Darwind gecontinueerd konden worden.

3. Participatie Econcern in Darwind – Aandeelhoudersovereenkomst

3.1 Op 16 november 2006 is de besloten vennootschap Darwind Holding opgericht door ATO en Ecoventures. Ecoventures is als bestuurder van Darwind Holding benoemd. Berkhout en de heer J.M. Bais (bestuurder van ATO) vormden de RvC van Darwind Holding. De aandelenverhouding in Darwind Holding was na oprichting:

- Ecoventures 51%;
- ATO 49%.

3.2 Op 16 november 2006 is tevens een aandeelhoudersovereenkomst gesloten tussen Ecoventures, ATO en de Provincie Noord Holland (handelend namens ODEN, getekend door Moens). ODEN was op dat moment nog in oprichting (en aldus nog geen aandeelhouder van Darwind Holding). In de aandeelhoudersovereenkomst is opgenomen dat partijen een aandelenverhouding in Darwind Holding hebben beoogd van:

- 51% Ecoventures;
- 16,11% ATO;
- 32,78% ODEN (die deze aandelen van ATO zou verkrijgen).

- 3.3 De participatie door ODEN in Darwind Holding was mede afhankelijk van toestemming van de Europese Unie voor de in de aandeelhoudersovereenkomst overeengekomen storting door ODEN van risicodragend kapitaal van € 1,25 miljoen. De op 16 november 2006 beoogde aandelenverhouding was dus nog onzeker.
- 3.4 Na het sluiten van deze aandeelhoudersovereenkomst is Darwind Development op 4 december 2006 ingebracht in Darwind Holding. ATO is in dat kader ontslagen als bestuurder van Darwind Development en aan haar is décharge verleend. Darwind Holding is vervolgens als bestuurder van Darwind Development benoemd.

4. Darwind financieel 2006

- 4.1 Bij het sluiten van de aandeelhoudersovereenkomst heeft Moens namens de Provincie Noord Holland goedkeuring verleend aan het verstrekken van een bankgarantie tot een bedrag van € 8,5 miljoen voor een door Darwind af te sluiten bankfinanciering voor de ontwikkeling, bouw en plaatsing op een testlocatie van 3 testturbines voor de offshore toepassing.
- 4.2 Ecoventures heeft in de aandeelhoudersovereenkomst d.d. 16 november 2006 middels twee Call en Put opties het recht verkregen en tevens (op eerste verzoek van ODEN en/of ATO) de verplichting op zich genomen om in twee fasen alle aandelen in Darwind Holding over te nemen tegen een totale koopprijs van € 15 miljoen. De verplichting van Econcern uit hoofde van deze opties zou ontstaan per de vaststelling van het bedrijfsplan voor Darwind Holding en in ieder geval vanaf 1 juni 2007.

- 4.3 Op 28 november 2006 heeft Econcern (getekend door Van Wijk en Berkhout) een garantie aan Converteam Ltd (voorheen Alstom Power Conversion Ltd, hierna '**Converteam**') gegeven voor alle verplichtingen van Darwind Development uit hoofde van de overeenkomst met Alstom. Hiermee heeft Econcern zich onder andere garant gesteld voor de koopprijs van € 5,2 miljoen voor de door Alstom te ontwikkelen windturbine onderdelen.
- 4.4 Noch in de RvC vergaderingen noch tijdens de presentatie door Berkhout in de RvC vergaderingen (waarin de participatie in Darwind zoals in § 2.2 uiteen is gezet uitvoerig aan de orde is geweest) is melding gemaakt van de verplichting van Ecoventures om voor € 15 miljoen alle aandelen in Darwind Holding over te nemen en/of van de garantie van Econcern aan Converteam. Berkhout heeft met zijn stelling dat de maximale investering van Econcern in Darwind € 3,5 miljoen zou bedragen, de RvC van Econcern dus onjuist, althans niet volledig, ingelicht.
- 4.5 In feite heeft Econcern zich voor ruim € 20 miljoen gecommitteerd aan een project dat niet meer was dan een plan. Voorts heeft Econcern in 2007 een achtergestelde faciliteit aan Darwind verstrekt van € 1,5 miljoen. In 2008 is een aanvullend bedrag van € 7 miljoen als langlopende faciliteit ter beschikking gesteld. Er zijn geen notulen van RvC vergaderingen of andere documenten aangetroffen waaruit blijkt dat de RvC van deze exposure van Econcern inzake Darwind op de hoogte is gesteld.
- 4.6 Evenmin is de verplichting van Ecoventures uit hoofde van de aandeelhoudersovereenkomst d.d. 16 november 2006 (te weten de opties van de overige aandeelhouders om Ecoventures te verplichten om op eerste verzoek van ODEN en/of ATO alle aandelen in Darwind Holding over te

nemen tegen een totale koopprijs van € 15 miljoen) opgenomen als niet uit de balans van Econcern blijken de verplichting. Deze voorwaardelijke verplichting had als niet uit de balans blijken de verplichting dienen te zijn verantwoord in de toelichting op de geconsolideerde jaarrekeningen 2006 en 2007 van Econcern. Door dit niet op te nemen heeft Econcern in strijd met artikel 2:381 BW en RJ 252 haar jaarrekening opgesteld. Dat geldt eveneens voor de door Econcern aan Converteam verstrekte garantie met een bedrag van € 5,2 miljoen.

- 4.7 Op 16 oktober 2007 is ODEN conform de in de aandeelhoudersovereenkomst gemaakte afspraken toegetreden als aandeelhouder in Darwind Holding, door overname van 32,78% van de aandelen van ATO.
- 4.8 Op 24 december 2007 is door ATO haar optie uitgeoefend en heeft zij haar aandelen in Darwind Holding verkocht aan Ecoventures. Ecoventures heeft hiervoor het in de aandeelhoudersovereenkomst overeengekomen bedrag van afgerond € 5 miljoen betaald. De aandelenverhouding Darwind Holding was ultimo 2007 als volgt:
- Ecoventures: 67,21%
 - ODEN: 32,79%
- 4.9 Op 24 juni 2008 oefende ODEN haar optie uit en was vanaf die datum geen aandeelhouder in Darwind meer. Per 24 juni 2008 was Ecoventures enig aandeelhouder van Darwind Holding (tot de participatie van Converteam in augustus 2008, waarover hierna in § 6 meer).

5. Darwind financieel 2007/2008

- 5.1 Uit het door Van den Brekel en Jansen opgesteld businessplan voor Darwind d.d. 8 juni 2007 blijkt dat Darwind voor de ontwikkeling en test van de prototypes in het derde kwartaal 2007 additionele funding nodig zou hebben van € 12,5 miljoen en in 2008 van nog eens € 25,5 miljoen. Er werd van uitgegaan dat € 40 miljoen aan garantievermogen zou worden aangetrokken. De toenmalige aandeelhouders of andere geselecteerde partners zouden deze funding van totaal € 38 miljoen moeten verzorgen, aldus het businessplan. Uit het businessplan blijkt een totale benodigde funding van € 78 miljoen. In de calculaties die ten grondslag lagen aan BP 2008 – 2012 is ervan uitgegaan dat ten behoeve van Darwind in de periode 2007 tot en met 2009 elk jaar € 10 miljoen als langlopende financiering zou worden aangetrokken (in het totaal dus € 30 miljoen). Tevens zou in 2009 € 26 miljoen aan garantievermogen worden aangetrokken ('financing need'). Dit leidt tot de conclusie dat de in het BP 2008 – 2012 geprognosticeerde benodigde totale funding ad € 56 miljoen, € 22 miljoen lager was dan de benodigde funding die door het management van Darwind werd begroot.

6. Verslaggeving I: participatie door Converteam 2007/2008

- 6.1 De participatie door Converteam is voor het eerst in een RvC vergadering van Econcern aan de orde gekomen op 3 september 2007. Berkhout heeft in die vergadering de RvC geïnformeerd dat een overeenkomst zou zijn bereikt met Converteam over de verkoop van 10% van de aandelen in Darwind tegen een koopprijs van € 5 miljoen.

- 6.2 Deze mededeling van Berkhout aan de RvC van Econcern dat een overeenkomst is gesloten, is opmerkelijk gelet op hetgeen in de door hem voorgezeten vergadering van de RvC van Darwind Holding twee maanden later, op 29 oktober 2007, is besproken. Blijkens de concept-notulen van deze vergadering was nog geenszins sprake van een overeenkomst, maar *overwoog* Converteam slechts om een 10% belang in Darwind Holding te nemen.
- 6.3 Ook in de vergadering van de RvC van Econcern van 21 november 2007 is de verkoop van de aandelen Darwind Holding aan Converteam als een gegeven gepresenteerd.
- 6.4 Op 17 december 2007 was echter nog geen overeenkomst met Converteam gesloten. Berkhout heeft er dan in verschillende e-mails bij Converteam op aangedrongen om nog voor het einde van het jaar te bevestigen dat zij tegen een koopprijs van € 5 miljoen een 10% belang in Darwind Holding zou nemen.
- 6.5 Op 21 december 2007 heeft Berkhout van Bastid de bevestiging ontvangen dat Converteam heeft besloten verder te gaan met haar voorgenomen investering in Darwind tegen 10% aandelenkapitaal. Bastid heeft daarbij de kanttekening geplaatst dat het besluit in beginsel was goedgekeurd door haar aandeelhouder Barclays onder de voorwaarde van overeenstemming over de relevante documentatie. Over de inhoud van de koopovereenkomst bestond op dat moment kennelijk nog dus geen overeenstemming tussen partijen.

- 6.6 Ondanks het ontbreken van de bevestiging vanuit Converteam dat sprake is van een (onvoorwaardelijke) overeenkomst, heeft Berkhout deze transactie laten verwerken in de latest estimate 2007, die op 20 december 2007 in de vergadering van de RvC van Econcern werd besproken. De (vermeende) transactie heeft geleid tot een boekwinst bij Ecoventures en een herwaardering van haar aandelenbezit in Darwind Holding.
- 6.7 Begin 2008 heeft Van der Leun er bij Van Holst op aangedrongen om de (vermeende) transactie met Converteam in de jaarcijfers 2007 te verwerken. Van Holst heeft vervolgens op 6 februari 2008 geconcludeerd op basis van genoemde e-mail van Bastid van 21 december 2007 dat geen onherroepelijke overeenstemming was bereikt over de overeenkomst tot verkoop van de aandelen. Hij heeft gemotiveerd toegelicht dat resultaatneming van een dergelijke overeenkomst op grond van de Richtlijnen voor de Jaarrekening 2007 (RJ 135.101 en RJ 135.109) niet was toegestaan. De transactie is uiteindelijk niet verwerkt in de jaarcijfers 2007 van Econcern maar wel in de interne cijfers over Q1 2008 alsmede in de aan het Consortium verstrekte compliance certificates.
- 6.8 De koopovereenkomst met Converteam werd pas op 25 juni 2008 gesloten, maar nog steeds was deze niet onvoorwaardelijk. Als niet uiterlijk op 30 september 2008 een raamovereenkomst aangaande het “first supplier-schap” van Converteam alsmede een aandeelhoudersovereenkomst tussen partijen tot stand zou zijn gekomen, had Converteam het recht om de aandelen tegen de koopprijs van € 5 miljoen terug te leveren aan Ecoventures. Vervolgens heeft Converteam op 18 augustus 2008 de overeengekomen 10% van de aandelen in Darwind Holding tegen betaling van € 5 miljoen verkregen. Op 24 juni 2008 had Ecoventures het aandelenbelang van ODEN in Darwind

Holding overgenomen tegen betaling van de overeengekomen optieprijs van € 10 miljoen, zodat Ecoventures per die datum enig aandeelhouder van Darwind Holding was (tot aan 18 augustus 2008). Vervolgens heeft Ecoventures op 8 augustus 2008 al haar aandelen in Darwind Holding ingebracht in een nieuw opgerichte vennootschap Wind Holding B.V. (waarvan Ecoventures enig aandeelhouder was).

6.8 De aandelenverhouding in Darwind Holding was per 18 augustus 2008:

- Wind Holding: 90%
- Converteam: 10%

6.9 Ondanks het feit dat de in § 6.7 genoemde koopovereenkomst met Converteam voorwaardelijk was (namelijk afhankelijk van het sluiten van een overeenkomsten aangaande een raamovereenkomst met betrekking tot het “first supplier-schap” en een aandeelhoudersovereenkomst), werd het resultaat hiervan voor een bedrag van totaal € 27,5 miljoen (verkoopresultaat 10%-belang en herwaardering van het resterende 90%-belang) opgenomen in de aan de RvC gepresenteerde halfjaarcijfers 2008 d.d. 25 augustus 2008 alsmede in de aan het Consortium ter beschikking gestelde compliance certificates. Deze (voorwaardelijke) transactie had grote invloed op het vermeende door Econcern in het eerste half jaar 2008 behaalde resultaat.

6.10 Op 30 september 2008 was geen overeenstemming bereikt tussen partijen over de aandeelhouders- en raamovereenkomst. Met ingang van die datum had Converteam het recht om de door haar verkregen aandelen Darwind Holding tegen de koopprijs aan Ecoventures terug te leveren. Het resultaat van deze transactie was echter nog steeds inbegrepen in het gerapporteerde

resultaat¹ tot en met het derde kwartaal. Dat blijkt uit de rapportage aan de RvC, die tevens aan de aandeelhouders en het Consortium is verzonden.

- 6.11 Uit een advies van PwC van 22 januari 2009 blijkt dat de gevolgen van de overeenkomst met Converteam in de jaarrekening 2008 van Econcern kon worden verwerkt indien de aandeelhoudersovereenkomst en de frameworkovereenkomst voor 31 januari zouden zijn getekend. PwC heeft gesteld dat, mocht de deal niet finaal rondkomen per 31 januari, een voorwaarde voor verantwoording in de jaarrekening over 2008 is het ontvangen van een bevestiging van Converteam dat zij niet de intentie had om de deal terug te draaien.
- 6.12 Partijen hadden op 31 januari 2009 nog geen overeenstemming bereikt over de aandeelhouders- en raamovereenkomst en het resultaat van de transactie met Converteam is dan ook niet opgenomen in de jaarcijfers 2008.

7. Verslaggeving II: Participatie door de Provincie Noord Holland

- 7.1 In een vergadering van de RvB van Econcern van 23 juni 2008 is aan de orde gekomen dat een overeenkomst op hoofdlijnen zou zijn bereikt met de Provincie Noord Holland over haar participatie in Darwind.
- 7.2 Deze overeenkomst was ten tijde van deze vergadering echter niet meer dan een concept-onderhandelingsprotocol waarin door een gedeputeerde van de Provincie Noord-Holland (Ton Hooijmaaijers) en Econcern de intentie werd uitgesproken om in onderhandeling te treden over de in de vergadering

¹ Het resultaat over het eerste half jaar 2008 bevatte de boekwinst ad € 27,5 miljoen . Over het derde kwartaal 2008 is deze boekwinst niet gecorrigeerd en derhalve bevatte het cumulatieve resultaat ten onrechte nog steeds de boekwinst ad € 27,5 miljoen.

genoemde participatie. Het Onderhandelingsprotocol was echter volledig vrijblijvend.

- 7.3 Opmerkelijk is dat onder deze omstandigheden de RvC van Econcern in een vergadering van 1 september 2008 op de hoogte is gesteld van een “commitment van de Provincie Noord Holland” tot het nemen van een 10% belang in Wind Holding, onder voorbehoud van goedkeuring van Provinciale en Gedeputeerde staten. Deze aan de RvC verstrekte informatie is onjuist. Er was immers slechts een Onderhandelingsprotocol waaruit geen enkele “commitment” van de Provincie voortvloeide.
- 7.4 Vanwege de agressieve (en onjuist gehanteerde) verslaggevingsmethodiek met betrekking tot de waardering van participaties door Econcern, zou een daadwerkelijke participatie door de Provincie een zeer grote invloed hebben gehad op het resultaat over het derde kwartaal 2008 in verband met de door Econcern aan het Consortium af te geven compliance certificates. Om die reden is in een vergadering van de RvB van Econcern d.d. 8 september 2008 afgesproken dat er harde commitments van de Provincie verkregen zouden moeten worden om te bereiken dat de transactie per 30 september 2008 onvoorwaardelijk zou zijn. Blijkens een e-mailwisseling tussen Van der Leun en Berkhout, zou Berkhout op zich hebben genomen ‘*om een voldoende harde onderbouwing van de status te bereiken*’, aldus Van der Leun in zijn e-mail d.d. 8 oktober 2008.
- 7.5 Hoewel de coalitiepartijen en oppositie partij SP zich positief hadden uitgesproken over de participatie in Wind Holding, is de Provincie niet bereid gebleken om de door Berkhout gevraagde bevestiging van deze participatie

af te geven. Het afgeven van de gevraagde commitment zou volgens gedeputeerde Bond “het plegen van politieke zelfmoord zijn”.

- 7.6 Berkhout heeft dit aan Van Wijk en Van der Leun meegedeeld met de opmerking dat deze transactie dus niet meegenomen kon worden in het resultaat over het derde kwartaal van 2008. Van der Leun heeft zich hevig verzet tegen deze conclusie en heeft met Van Wijk besloten om deze transactie toch te verwerken in het resultaat over het derde kwartaal van 2008. Van der Leun heeft deze resultaatneming 2008 naar zijn zeggen gebaseerd op een toelichting van Spruijtenburg, commissaris van Darwind, dat het besluit door de Provincie genomen zou zijn en dat er voldoende politieke ondersteuning was. Deze toelichting is verwoord in een brief van Spruijtenburg van 7 oktober 2008, waarin hij echter niet meer heeft gedaan dan bevestigen dat de coalitie partijen en oppositie partij SP voor de participatie zouden zijn en dat met de VVD nog werd gesproken.
- 7.7 Deze visie van Spruijtenburg is echter niet de harde commitment van de Provincie die, zo hadden Van Wijk, Van der Leun en Berkhout in de RvB vergadering van Econcern van 8 september 2008 vastgesteld, nodig was om te concluderen tot een onherroepelijke overeenkomst die in het resultaat over het derde kwartaal van 2008 zou kunnen worden verwerkt. De RvB van Econcern heeft desondanks in een vergadering op 13 oktober 2008 formeel besloten dat de investering door de Provincie een onherroepelijke transactie zou zijn, die wel kon worden verwerkt in de cijfers..Wel zou daarbij in een noot de actuele status van de transactie worden vermeld en het feit dat de transactie was verwerkt in de cijfers over het derde kwartaal 2008, zo was besproken met de RvC.

7.8 Tijdens de bankers meeting van 12 november 2008 zijn de resultaten over het derde kwartaal besproken. Het Consortium heeft in dit verband de rapportage over dat derde kwartaal ontvangen; het betreft dezelfde versie die aan de RvC en aan de aandeelhouders is verstuurd. Ten aanzien van de verkoop van Darwind is daarop op pagina 9 vermeld dat er in de Q3 cijfers een herwaarderingswinst is opgenomen van € 146,4 miljoen.

7.9 In de bankers presentatie van 12 november 2008 wordt ten aanzien van de transactie met de Provincie Noord Holland enkel vermeld:

“Province of North Holland agreed to participation of 10% for € 21,5 miljoen.”

7.10 Uit de Q3 rapportage blijkt dat de resultaten van de verkoop van Darwind reeds in het derde kwartaal waren verwerkt terwijl er op dat moment nog geen finale overeenstemming met de Provincie over die verkoop was bereikt. Tijdens de bankers meeting is aangegeven dat de Provincie Noord Holland had ingestemd met een participatie van 10% voor € 21,5 miljoen, waarbij de instemming kennelijk nog afhankelijk was van diverse voorwaarden.

7.11 Uit het voorgaande volgt dat er dus niet alleen sprake van onjuiste dan wel onvolledige voorlichting door de RvB ter zake de overeenkomst met Converteam, maar tevens dat de RvB met de verwerking van de (mogelijke) participatie door de Provincie de aandeelhouders, de RvC en het Consortium heeft misleid. De RvB had nota bene expliciet geconstateerd en genotuleerd dat voor de verwerking van deze participatie in de cijfers een harde commitment van de Provincie nodig was, die was uitgebleven. Bovendien was enkele weken vóór het uitbrengen van de rapportage over het derde kwartaal 2008, op 14 oktober 2008, bij de RvB van Econcern bekend geworden dat de

Provincie Noord Holland een potentiële afwaardering van circa € 100 miljoen zou moeten nemen vanwege het faillissement van de IJslandse Landsbanki.

7.12 Van der Leun en Berkhout hebben naar aanleiding hiervan getracht een verklaring van de Provincie te krijgen dat dit geen negatieve gevolgen zou hebben voor de participatie in Darwind. Deze verklaring hebben ze echter niet gekregen. Sterker nog, de Provincie heeft geen enkele actie ondernomen ten aanzien van de voor haar besluit over de participatie benodigde due diligence en heeft niet gereageerd op de concept participatieovereenkomst. Dit heeft zelfs geleid tot een brief van 28 oktober 2008 waarin Berkhout de Provincie dringend heeft verzocht om een bevestiging dat voor haar de uitgangspunten van een participatie onveranderd bleven en dat voor het einde van het jaar tot definitieve besluitvorming zou worden gekomen. Ook deze bevestiging is uitgebleven. De participatie door de Provincie was ten tijde van het uitbrengen van de Q3 rapportage dus hoogst onzeker. De Provincie was ook op geen enkele wijze gebonden aan deze participatie; dienaangaande was nog niets overeengekomen behalve het vrijblijvende Onderhandelings-protocol.

7.13 In een vergadering van de Audit Committee van Econcern d.d. 15 december 2008 is kritiek geuit op de verwerking van deze voorwaardelijke transactie in de cijfers Q3 en is bovendien de herwaardering van het resterende belang van Econcern ter discussie gesteld.

7.14 Op 19 december 2008 werd de RvC van Econcern geïnformeerd dat de participatie in Darwind niet in de Provinciale Staten in stemming was gebracht. De redenen daarvoor waren late, onvolledige en incomplete informatievervalsing en de problemen bij de Provincie vanwege de

financiële risico's met betrekking tot Landsbanki. De RvC van Econcern gaf aan het onacceptabel te vinden dat de resultaten van deze transactie waren opgenomen in Q3 cijfers.

- 7.15 Deze “deal” met de Provincie – die er dus nooit gekomen is – is niet meegenomen in concept-jaarrekening 2008 van Econcern.

8. Managementovereenkomst Moens

- 8.1 Vermelding verdient de gang van zaken rond de aanstelling van Moens als adviseur van Econcern/Darwind. Eind 2007 heeft Moens bij Berkhout gepolst of hij een rol zou kunnen krijgen binnen Darwind. Berkhout is daar op ingegaan en heeft met Moens afgesproken dat als Darwind in Nederland zou gaan produceren (lees: de Provincie Noord Holland voldoende financiële steun aan Darwind zou verlenen, in welk geval Darwind bereid was om de productie in Nederland te laten plaatsvinden), Moens met Spruijtenburg leiding zou kunnen gaan geven aan de windactiviteit op holding niveau. Moens is van 2003 tot 2008 lid geweest van de Gedeputeerde Staten van Noord-Holland in een coalitie van CDA, VVD, D66 en GroenLinks.
- 8.2 Op 1 juli 2008 hebben Berkhout en Moens afgesproken dat Moens (via zijn vennootschap) voor een periode van in ieder geval één jaar zou worden ingehuurd door Econcern, hetgeen is vastgelegd in een door Berkhout ondertekend memo.
- 8.3 Op 4 juli 2008 heeft Moens aan Berkhout het volgende verzocht:

“Ik heb eens gekeken naar mijn dagen die ik vanaf januari voor Darwind/De Holding heb gewerkt en komt uit op zo,n 26.

Dat is: $21 \times 1200 = 25.200$, excl btw.

Een vraag en een voorstel.

Vraag: vind jij dat bedrag acceptabel?

Voorstel: om ooit enig gedoe te voorkomen (oh, werkte hij al voor econcern, enz). stel ik voor deze werkdagen te boeken op de maand juli.”

De mail van Berkhout d.d. 8 juli 2008 luidt als volgt:

“Namens Dirk meld ik je dat jouw invoice van 21 dagen akkoord is.”

8.4 Uit de notulen van de vergadering van de RvB van Econcern in de periode januari – juli 2008 blijkt niet dat gesproken is over de betrokkenheid van Moens. In het gesprek met Van Wijk en Van der Leun d.d. 20 april 2012 is door hen verklaard dat tot hun verrassing Berkhout Moens had aangeboden om bij hen te komen om diensten te verrichten. Van der Leun heeft verklaard dat zij expliciet (gedrieën) in de board besproken hadden dat er nooit van een belang van Moens in het verdere succes van Darwind sprake kon zijn. In zijn reactie op het concept-onderzoeksrapport d.d. 12 november 2013 heeft Berkhout aangegeven dat de andere bestuurders gekend waren in het aangaan van de relatie met Moens. Spruijtenburg was – als commissaris van Econcern – wel op de hoogte van de betrokkenheid en de gesprekken met Moens.

8.5 Van Steijn heeft ten aanzien van de positie van Moens op 3 april 2009 aan hem geschreven dat voorzienbaar was dat het verrichten van werkzaamheden door Moens voor Darwind zou leiden tot een conflict of interests. De

Commissie Operatie Schoonschip over de bestuurscultuur binnen de Provincie Noord-Holland heeft vastgesteld dat er sprake was van (schijn van) belangenverstrengeling van Moens ten opzichte van de Provincie Noord-Holland.

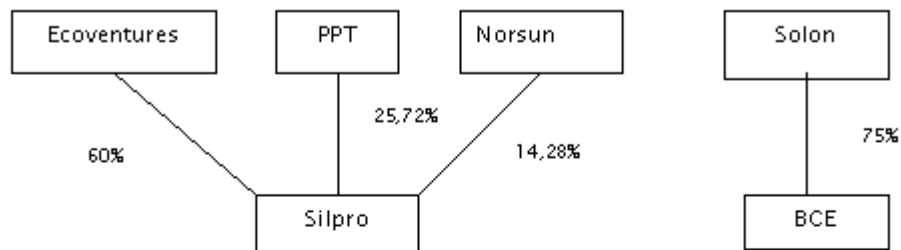
9. Financiering

- 9.1 Uit de jaarrekening 2008 van Darwind Holding blijkt dat in 2007 en 2008 geen sprake was van externe financiering. In 2007 is door Econcern aan Darwind een achtergestelde faciliteit verstrekt van € 1,5 miljoen (€ 625.000,- langlopend en € 875.000,-). In 2007 heeft geen noemenswaardige storting op aandelen plaatsgevonden.
- 9.2 De jaarrekening 2008 van Wind Holding B.V. vermeldt dat een bedrag van € 16 miljoen is gestort als agio hetgeen in twee tranches in de jaarrekening 2008 is verwerkt. Het is echter gebleken dat met bovengenoemde twee tranches aan agio stortingen geen contante middelen ter financiering van de bedrijfsactiviteiten van Darwind zijn aangetrokken maar dat dit slechts optisch vermogensversterkende maatregelen waren. Immers, de vermogenspositie van Wind Holding B.V. werd opgewaardeerd door middel van goodwillboekingen.
- 9.3 Er was in 2008 geen sprake van externe financiering. Ultimo 2008 had Econcern een bedrag van € 6,7 miljoen aan langlopende faciliteit en € 625.000,- als kortlopende faciliteit aan Wind Holding ter beschikking gesteld. Bovendien was sprake van een rekening-courant vordering van € 2,4 miljoen van Econcern.

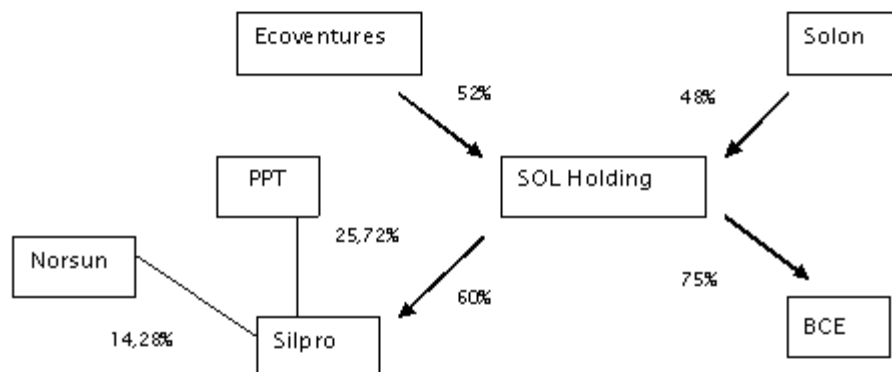
9.4 Op 18 augustus 2008 is er door Converteam op voorwaardelijke basis een bedrag ad € 5 miljoen gestort op nieuw uitgegeven aandelen Darwind Holding BV. Hiermee heeft zij een 10% aandelenbelang in Darwind Holding verkregen. Dit bedrag is echter voorwaardelijk gestort, in die zin dat als Darwind geen Supply Framework Agreement met Converteam zou sluiten voor 30 september 2008, Wind Holding de aandelen voor een bedrag van € 5 miljoen terug moeten kopen van Converteam. Deze voorwaardelijke verplichting is in de jaarrekening 2008 van Wind Holding B.V. als kortlopende verplichting verantwoord.

Hoofdstuk 18 Sol Holding

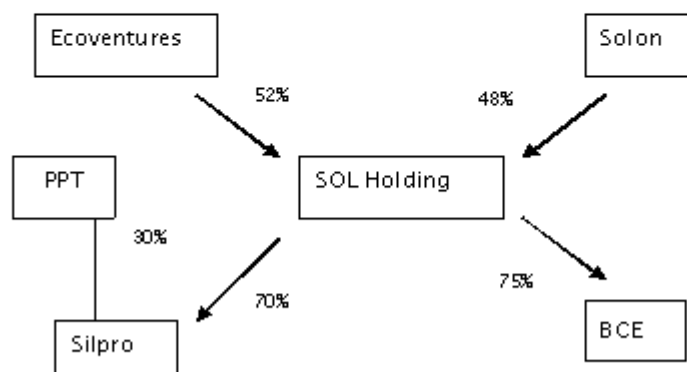
1. 30 juni 2006



2. 14 december 2007



3. 24 mei 2008



1. Inleiding Silpro

- 1.1 In 2005 is Econcern gewezen op een goede locatie voor een fabriek voor de productie van polysilicon (materiaal dat wordt gebruikt in zonnecellen) in Saint-Auban, Frankrijk. Econcern heeft vervolgens de haalbaarheid van de realisatie en exploitatie van een dergelijke fabriek onderzocht, hetgeen op 30 juni 2006 heeft geresulteerd in de oprichting door Ecoventures van Silicium de Provence SAS ("**Silpro**"), welke vennootschap de polysilicon fabriek zou gaan bouwen en exploiteren. Ecoventures hield eind 2006 60% van de aandelen in Silpro (later zijn deze ingebracht in Sol Holding). Medeaandeelhouders waren Photon Power Technologies ("**PPT**"), vanaf 2007 een 20% deelneming van EDF (het Franse energiebedrijf) voor 25,72% en Norsun A/S ("**Norsun**") voor 14,28%.¹
- 1.2 Wouters is op 21 mei 2007 benoemd tot bestuursvoorzitter van Silpro. Veyan (werkzaam bij Silpro als afgevaardigde van PPT) vervulde per die datum de functie van "Directeur Général" (COO). Samen vormden ze de RvB van Silpro. Commissarissen van Silpro waren afgevaardigden van de respectievelijke aandeelhouders; Barthez (van PPT), Bjorseth (van Norsun) en Van der Leun en Van Wijk, welke laatste per 21 mei 2007 voorzitter van de RvC was. Barthez is in de zomer van 2008 op aanwijzing van PPT vervangen door Rossinès als commissaris.
- 1.3 Op grond van de eerste prognoses van eind 2006 zou met de bouw van de fabriek van Silpro een totale investering van € 230 miljoen gemoeid zijn. Ecoventures, Norsun en PPT zijn in een aandeelhoudersovereenkomst van

¹ Norsun heeft haar aandelen in Silpro eind 2007 aan Sol Holding en PPT verkocht en op 24 mei 2008 geleverd voor een koopprijs van totaal € 733.000,-.

december 2006 overeengekomen dat circa 25% van de investeringsopgaaf in Silpro (€ 57,5 miljoen) gefinancierd zou worden middels door de aandeelhouders in te brengen eigen vermogen. Daarnaast zouden de aandeelhouders leningen dienen te verstrekken van totaal € 35 miljoen. Op grond van de bij de aandeelhoudersovereenkomst behorende begroting d.d. 8 december 2006 zou Econcern € 34,5 miljoen aan eigen vermogen in Silpro moeten inbrengen en € 21 miljoen aan leningen dienen te verstrekken. Haar totale investering in Silpro zou aldus totaal € 55,5 miljoen bedragen.

2. Inleiding Sol Holding

2.1 Aanvankelijk was beoogd dat Ecoventures en Solon AG (**'Solon'**), beide aandeelhouders in Solland, hun aandelen in Solland, de aandelen van Ecoventures in Silpro en de aandelen van Solon in Blue Chip Energy GmbH (hierna: **"BCE"**)² in zouden brengen in Sol Holding. In verband met de verkoop van Solland ultimo 2006 bleef het bij de aandelen in Silpro en BCE. Aldus zou in Sol Holding de productie van onderdelen van zonnepanelen georganiseerd en gefinancierd worden.

2.2 Sol Holding is opgericht door Krupke (bestuurder van Solon) op 29 november 2006. Frank Wouters (sinds 1993 in loondienst werkzaam voor Econcern) vormde het bestuur van Sol Holding. Commissarissen van Sol Holding waren Ad van Wijk, Thomas Krupke en de voorzitter van de RvC was Jacometti.

2.3 Eind 2007 hebben Solon en Ecoventures hun aandelen in respectievelijk BCE en Silpro ingebracht in Sol Holding, waarmee Sol Holding een 75% belang in BCE en een 60% belang in Silpro verwierf. De bouw van de fabriek door BCE

² BCE was ten tijde van de inbreng in Sol Holding eind 2007 een fabriek in aanbouw voor de productie van zonnecellen in aanbouw in Güssing, Oostenrijk.

was op dat moment reeds volledig gefinancierd. Ecoventures heeft geen rol gehad in de financiering van BCE.³ De fabriek in Silpro bevond zich op dat moment nog in de plan fase. Er was nog geen (voorlopig) ontwerp voor de fabriek, de locatie was nog niet definitief en de financiering moest nog worden verkregen.

- 2.4 De wijze van waardering van de in te brengen belangen in Silpro en BCE was reeds in een RvC vergadering van Sol Holding van 26 februari 2007 besproken. Winkler⁴ zou met een voorstel komen over de wijze van de beoogde inbreng in natura van Silpro en BCE, rekening houdend met de vastgestelde aandelenverhouding tussen Ecoventures en Solon. In een sheet die is gepresenteerd in een RvC vergadering van Sol Holding op 26 februari 2007 is hierover vermeld:

“Valuation report for contribution in kind for

- *Silpro (by W + St AG)*
- *BCE (by PKF)*

To be discussed:

- *Expected value and split up into:*
- *Share capital*
- *Capital reserve*
- *Parity to be achieved after contribution in kind of Silpro and BCE regarding 48% / 52% holdings of Solon and Ecoventures (...).”*

- 2.5 In de daaropvolgende RvC vergadering van Sol Holding van 8 mei 2007 is besloten dat BCE en Silpro gewaardeerd dienden te worden door

³ BCE zal in deze notitie slechts beperkt worden behandeld, gelet op het feit dat Ecoventures geen investeringen in BCE heeft gedaan.

⁴ Stephan Winkler was tot april/mei 2008 financieel directeur van Sol Holding, waarna hij is opgevolgd door Twan Christiaens.

accountantskantoor PKF te Berlijn en/of W+ST te Dillingen (Duitsland). Winkler zou deze waarderingen verzorgen. In een vergadering van 27 juni 2007 heeft de RvC van Sol Holding ten aanzien van de waardering van Silpro en BCE het volgende vastgesteld:

“Valuation/contribution in kind: Regardless of the market value 75% shareholding in BCE should equal 60% of shareholding in SILPRO; according to German corporate law: the appraise value by the auditors for contribution in kind represents a minimum value and could be further reduced for levelling out any actual value variations.”⁵

- 2.6 De waardering van Silpro per 30 september 2007 is uitgevoerd door W+ST, op basis van een business plan van Silpro. De totale waarde van Silpro is in een waarderingsrapport van W+ST d.d. 2 november 2007 bepaald op € 136,5 miljoen. Het 60% aandeel van Sol Holding in Silpro is op € 81,9 miljoen bepaald, waarmee de waarde van het indirecte belang van Econcern in Silpro per ultimo 2007 uitkwam op een bedrag van € 42,58 miljoen.
- 2.7 De waarde van BCE per 30 september 2007 is door PKF in een waarderingsrapport d.d. 22 oktober 2007 vastgesteld op € 98,6 miljoen. De door Sol Holding te verkrijgen 75% in BCE zou aldus een waarde van € 73,95 miljoen vertegenwoordigen. De waarde van het indirecte belang van Econcern in BCE is per ultimo 2007 vastgesteld op € 38,45 miljoen.
- 2.8 Opmerkelijk is dat deze waarderingen van Silpro en BCE voordat de rapporten van W+ST en PKF definitief waren en de inbreng van Silpro en BCE een feit

⁵ Notulen van de RvC vergadering van Sol Holding d.d. 27 juni 2007, § 6.

was, al (ten onrechte) zijn meegenomen in de aan het Consortium⁶ over Q3 2007 gerapporteerde financiële ratio's. Als de hiermee gemoeide impact van € 78 miljoen aan ongerealiseerde waardeinstijgingen zou worden doorgerekend, zou Econcern per ultimo Q3 2007 niet hebben voldaan aan de door het Consortium geformuleerde eisen ten aanzien van de financiële ratio's en zou er sprake zijn geweest van een zogenaamd event of default. Het Consortium had alsdan op grond van artikel 25.16 van de financieringsovereenkomst met onmiddellijke ingang de kredietfaciliteit kunnen intrekken.

- 2.9 Ook zijn deze waarderingen vervolgens overgenomen in de jaarrekening 2007 van Econcern. Daarin is een winst opgenomen vanwege de ruil van de aandelen Silpro/BCE van € 37,5 miljoen en een bate van € 40,5 miljoen vanwege een ongerealiseerde waardeinstijging. Voorts is het 52% belang van Econcern in Sol Holding op € 81 miljoen gewaardeerd.
- 2.10 Opvallend is dat de aandelenverhouding in Sol Holding tussen de aandeelhouders al eind 2006 was vastgesteld, terwijl de waarderingsrapporten ten behoeve van de inbreng van Silpro en BCE pas respectievelijk begin november en eind oktober 2007 waren afgegeven. Zoals door de RvC van Sol Holding op 27 juni 2007 ook was opgedragen, kon met deze waarderingen de in februari 2007 vastgestelde aandelenverhouding gehandhaafd blijven. Dat toont aan dat deze waarderingen geen reële waardebeoordelingen waren maar gemanipuleerde 'bureau-exercities' die louter tot doel hadden toe te rekenen naar een vooraf vastgestelde en door de aandeelhouders gewenste uitkomst. Indien sprake was geweest van

⁶ Op 31 augustus 2007 zijn Rabobank, BNP Paribas, Commerzbank en HSBC toegetreden tot de op 27 april 2007 door ING aan Econcern verstrekte lening (van maximaal € 80 miljoen), waarmee het aan Econcern geleende bedrag is verhoogd tot een bedrag van maximaal € 150 miljoen. Deze banken tezamen worden bedoeld met het Consortium.

onafhankelijke waarderingen kan immers onmogelijk reeds van te voren worden ‘verordonneerd’ dat de waarde van het 60% belang in Silpro zich diende te verhouden tot de waarde van het 75% belang in BCE als 52% staat tot 48%. Dat PwC niettemin de jaarrekening 2007 van Econcern heeft goedgekeurd – waarin de getoonde winst van € 85 miljoen voor meer dan 90% (€ 78 miljoen) bepaald werd door deze gemanipuleerde waarderingsrapporten, hetgeen PwC eenvoudig had kunnen vaststellen – is onbegrijpelijk, dit nog los van het feit dat de betreffende € 78 miljoen ook om andere redenen niet in het resultaat verwerkt had mogen worden (zie hierna).

- 2.11 Bovendien was de waardering van Silpro gelet op de staat waarin het project in het najaar van 2007 verkeerde, onwaarschijnlijk hoog. In het waarderingsrapport zijn onjuiste of achterhaalde uitgangspunten genoemd ten aanzien van de totaal benodigde investering, de planning en de door Norsun te verschaffen equity (waarvan Norsun nota bene al maanden voor het uitbrengen van het waarderingsrapport te kennen had gegeven die niet te zullen verstrekken). Dit zal hierna nader worden toegelicht. Ook moeten vraagtekens worden gezet bij de haalbaarheid van het daadwerkelijk verkrijgen van de voor Silpro volgens het waarderingsrapport van W+ST benodigde aandeelhoudersleningen van totaal € 100 miljoen en van leningen van toekomstige afnemers van € 50 miljoen, die aldus het waarderingsrapport in 2008 aan Silpro verstrekt zouden moeten zijn alsmede bij het verkrijgen van de benodigde bankfinanciering waarop in 2008 € 40 miljoen en in 2009 € 160 miljoen getrokken zou moeten worden. Deze financieringen waren ten tijde van het opmaken van het rapport van W+ST allesbehalve zeker. Er is nooit overeenstemming tussen de aandeelhouders bereikt over – of commitment afgegeven voor – een

aandeelhoudersfinanciering van deze omvang, los van de vraag of de aandeelhouders wel in staat waren om een dergelijk bedrag te financieren. Ook waren er ten tijde van het opmaken van het rapport van W + ST geen concrete toezeggingen of afspraken over de totaal benodigde afnemers- of bankfinanciering.

2.12 Opmerkelijk is dat het bestuur van Econcern desondanks kennelijk toch heeft besloten om deze waarderingen als uitgangspunt te nemen voor de in de jaarrekening 2007 van Econcern opgenomen waardering van Sol Holding en het genomen resultaat op de ruil van de aandelen in Silpro en vanwege de ongerealiseerde waardestijging.⁷ Evenzeer opmerkelijk is dat PwC dat heeft goedgekeurd.

2.13 Bovendien heeft Econcern bij de waardering van haar indirecte belang in Silpro per ultimo 2007 geen rekening gehouden met de koopprijs van € 733.000,- die Sol Holding en PPT met Norsun in december 2007 overeen waren gekomen voor het door Norsun aan hen te verkopen 14,28 % aandelenbelang in Silpro.⁸ Op basis van deze koopprijs zou Silpro een waarde van slechts € 5,1 miljoen vertegenwoordigen. Deze koopprijs komt in het waarderingsrapport van W+ST van 2 november 2007, waarop de in de jaarrekening 2007 van Econcern meegenomen waarde van Silpro van totaal € 136,5 miljoen was gebaseerd, niet voor (overigens ook logisch want toen was de afspraak over de verkoop nog niet gemaakt). Tussen de waardering

⁷ In de e-mailboxen van de bestuursleden van Econcern zijn geen e-mails aangetroffen waarin het bestuur de hoogte van de waardering van Sol Holding ter discussie stelt.

⁸ Notulen van de RvC vergadering van Sol Holding d.d. 14 december 2007, onder "*update Silpro: Norsun: agreement has been found that PPT and Sol can buy back Norsun's shares for an amount of 733k Euro*". De aandelen van Norsun in Silpro zijn vervolgens op 26 mei 2008 geleverd; Sol Holding heeft bij die gelegenheid nog eens 10% van de aandelen verkregen tegen een koopprijs van afgerond € 500.000,-. PPT heeft de overige 4,28 % verkregen voor een koopprijs van € 233.000,-.

op basis van de aan Norsun betaalde prijs en de waardering van W+ST zit een factor 27 (€ 5,1 miljoen versus € 136,5 miljoen).

- 2.14 In het gesprek tussen curatoren en Van Wijk en Van der Leun d.d. 20 april 2012 hebben Van Wijk en Van der Leun nader toegelicht waarop de waardering van Sol Holding in de jaarrekening 2007 van Econcern met name was gebaseerd. De toelichting door Van der Leun luidde als volgt:

“Van der Leun licht toe dat bij hen uiteindelijk de waardering onderbouwde vooral het feit was dat ze wisten hoeveel Solon betaald had voor BCE. Solon had – en daar is ook een persbericht van Solon van – rond het tot stand komen van Sol Holding nog aandelen BCE bijgekocht, het belang uitgebreid van 48% naar 75% of van 47% naar 75%. Dat hebben ze betaald met aandelen Solon, die waren beursgenoteerd, dus daar kon heel hard een waarde aan worden toegekend. De waarderingsdiscussie had heel sterk te maken met het feit dat zij wisten wat er betaald was voor BCE. Van der Leun bevestigt dat ook de waarderingsrapporten ten behoeve van de inbrengverklaringen waren gekoppeld aan de waarde die in het kader van de aankoop van de BCE aandelen door Solon aan BCE was toegekend. (...)

(...) Van der Leun bevestigt de samenvatting van Zetteler dat dit persbericht in de lijn ligt met de herwaardering die zij hebben gedaan in de jaarrekening. En het bepalen van die waarde bleek én uit die rapporten én werd hierdoor ondersteund.

Van der Leun vond dit ook nog van belang, omdat het ging om transacties met derden, er ligt duidelijk een open markttransactie aan ten grondslag, en

daardoor kwam er ook echt een transparante waardering van het Silpro-aandeel tot stand. De waarde van Silpro was hiermee ook gegeven door het feit dat Solon haar 75%-belang in BCE onderbracht in Sol Holding, in ruil voor 48% van het totaal. Daaruit konden ze afleiden wat dan de waardering van Silpro was, die door Solon daaraan werd toegekend. En zo heeft Van der Leun het toen ook met de accountant besproken.”

2.15 In de waarderingsrapporten van PKF en W+ST was over de uitbreiding van het belang van Solon in BCE echter niets opgenomen (dat is logisch want die transactie vond plaats na het opmaken van deze rapporten), terwijl exact de in de waarderingsrapporten vastgestelde waarden zijn opgenomen in de jaarrekening 2007 van Econcern. Het is evident dat deze rapporten en niet de waarde van de in december 2007 door Solon verkregen aandelen BCE (en evenmin de met Norsun voor aandelen Silpro overeengekomen koopprijs) ten grondslag hebben gelegen aan de waardering van het belang van Econcern in Sol Holding en Silpro.

2.16 Van Wijk en Van der Leun hebben verder nog toegelicht dat de waarderingsrapporten in opdracht van Solon zouden zijn gemaakt en dat zij daar geen informatie voor zouden hebben aangeleverd. Dat de waarderingsrapporten in opdracht van Solon zijn gemaakt blijkt echter niet uit de rapporten, deze zijn in opdracht van Sol Holding gemaakt.⁹ Bovendien werd Silpro bestuurd door Wouters en Veyan. In het bestuur zat geen afgevaardigde van Solon.¹⁰ Het lijkt dan ook niet aannemelijk dat Solon de

⁹ Wouters, in dienst bij Econcern, was enig bestuurder van Sol Holding.

¹⁰ Christiaens, een consultant die vanaf april/mei 2008 als financieel directeur van Sol Holding werkzaam is geweest, heeft hierover verklaard: “*Wouters en Veyan (een niet aan Sol Holding, Solon AG (‘Solon’) of Econcern verbonden persoon) vormden het bestuur van Silpro. Econcern had aldus meer invloed op Silpro (via Wouters) dan Solon. Silpro had een eigen financiële verslaglegging, waar Jonassen (de Noorse controller van Silpro) zich mee bezighield.*” Zie het verslag van het gesprek tussen curatoren en Christiaens d.d. 31 oktober 2011, § 4.1.

informatie voor het waarderingsrapport over Silpro heeft aangeleverd.

Overigens is het voor de beoordeling of dit waarderingsrapport een juist c.q. reëel uitgangspunt vormde voor de jaarcijfers van Econcern over 2007, niet relevant of Solon dan wel Econcern c.q. Sol Holding/Silpro de informatie voor het waarderingsrapport van W+ST heeft aangeleverd.

3. Chronologische beschrijving gang van zaken binnen Silpro van 2005 t/m 2007

3.1 In 2005 is Econcern gewezen op een goede locatie voor een fabriek voor de productie van polysilicon (materiaal dat wordt gebruikt in zonnecellen). Het betrof een industriële locatie te Saint-Auban. Deze locatie was eigendom van een derde, Arkéma.

3.2 Solmic heeft op verzoek van Econcern in januari 2006 een eerste inschatting gemaakt van de investeringskosten voor een dergelijke fabriek. Het aanvankelijke idee was een fabriek met een output van 2500 ton polysilicon per jaar. Daarvoor zou een investering van circa € 230 miljoen nodig zijn. Solmic heeft in een beknopte haalbaarheidsstudie en businessplan van 23 juni 2006 geconcludeerd dat het project op deze locatie mogelijk zou moeten zijn. Op basis van deze inschatting is Econcern verder gegaan met het uitwerken van dit project.

3.3 De voor de realisatie van de fabriek van Silpro aanvankelijk begrote investering voor de eerste fase (de periode tot aan het beoogde moment van operationeel worden van de fabriek, aanvankelijk gepland eind 2009) van € 230 miljoen zou volgens een notitie van Wouters van 8 december 2006 ten behoeve van de aandeelhouders (waaronder op dat moment nog Ecoventures

voor 60%) voor 25% dienen te komen uit door de aandeelhouders in te brengen eigen vermogen en voor de overige 75% uit leningen van de aandeelhouders, EDF die mogelijk in de toekomst als aandeelhouder zou toetreden¹¹, toekomstige afnemers en banken. Ecoventures, PPT en Norsun hebben zich vervolgens in een aandeelhoudersovereenkomst d.d. december 2006 gecommitteerd aan deze investering en de financieringsstructuur, waaronder hun eigen investeringsverplichtingen.¹² De totale investering van Ecoventures in eigen vermogen (€ 34,5 miljoen) en aandeelhoudersleningen (€ 21 miljoen) zou op € 55,5 miljoen uitkomen.

- 3.4 Eind 2006 is Silpro gestart met besprekingen met EDF over de aankoop door EDF van een 30% aandelenbelang in Silpro. Volgens de in de notitie van Wouters van 8 december 2006 opgenomen financiële prognoses zou EDF een aandeelhouderslening aan Silpro moeten verstrekken van € 15 miljoen. Aanvankelijk werd verwacht dat EDF over haar mogelijke participatie in Silpro vóór eind februari 2007 zou beslissen.¹³ Maar de beslisstructuur binnen EDF bleek vervolgens toch complexer te liggen dan aanvankelijk door Silpro werd gedacht, zo is de RvC van Sol Holding in een vergadering op 26 februari 2007 voorgehouden. EDF had in februari 2007 geen definitieve beslissing kunnen nemen. De RvC van Sol Holding is geïnformeerd dat voorzien werd dat EDF dat een maand later wel zou doen.¹⁴ In werkelijkheid echter had EDF in een e-mail van 20 februari 2007¹⁵ aan Wouters laten weten dat zij onvoldoende informatie had om een deugdelijke beslissing te kunnen nemen, temeer

¹¹ Ten aanzien van die mogelijke toetreding en investering door EDF is geen (schriftelijke) toezegging van EDF aangetroffen. Deze investering door EDF komt in latere financiële prognoses voor Silpro ook niet meer terug.

¹² Notitie ten behoeve van de Silpro aandeelhouders 'Financing Silpro' d.d. 8 december 2006 van Wouters.

¹³ Notulen van de RvC vergadering van Sol Holding d.d. 20 december 2006.

¹⁴ Notulen van de RvC vergadering van Sol Holding d.d. 26 februari 2007.

¹⁵ E-mail Thérond aan Wouters d.d. 20 februari 2007.

omdat het business plan wezenlijk veranderd was, omdat de productiecapaciteit van de fabriek vergroot zou worden en Degussa toeleverancier zou worden van één van de benodigde grondstoffen en daarvoor nog een fabriek zou moeten worden opgericht (waarover hierna meer). EDF zou pas een beslissing kunnen nemen op basis van een geactualiseerd investeringsoverzicht en planning van uitgaven, een geactualiseerd financieringsoverzicht (met eigen vermogen, aandeelhouders- en bankleningen) en een geactualiseerd contractschema met de grootste contractspartijen voor technologie en ontwerp (Degussa, Technip). Vermoedelijk is deze informatie nooit (volledig) verstrekt, zodat een beslissing van EDF is uitgebleven.

- 3.5 In dezelfde RvC vergadering van Sol Holding op 26 februari 2007 is een wezenlijke wijziging ten opzichte van de oorspronkelijke plannen voor de fabriek van Silpro besproken. Een fabriek met een productiecapaciteit van 4000 MT per jaar in plaats van 2500 MT per jaar zou wenselijk zijn. De daarmee gemoeide investering zou circa € 320 miljoen bedragen. Geconstateerd is dat dit zou betekenen dat de 25% kapitaalsbijdrage door de aandeelhouders zou stijgen van € 57,5 naar € 80 miljoen. Door Van Wijk en Van der Leun is vervolgens een resolutie d.d. 4 maart 2007 getekend waarin zij akkoord zijn gegaan met deze grotere fabriek en de daarmee gemoeide hogere investering van € 336 miljoen¹⁶. Voorts hebben Van Wijk en Van der Leun hierbij ingestemd met het tekenen van een LOI met Degussa/Evonik, teneinde de onderhandelingen te starten over de prijs en voorwaarden

¹⁶ Hoe dit bedrag zich verhoudt tot het tijdens de RvC vergadering van Sol Holding d.d. 26 februari 2007 benoemde bedrag van € 320 miljoen is niet duidelijk.

waaronder Degussa/Evonik chloorsilicaten aan Silpro zou gaan leveren en over de samenwerking bij de operatie van de fabriek van Silpro.¹⁷

3.6 Silpro is begin 2007 met Technip in onderhandeling getreden over het sluiten van een FEED (front end engineering design) contract. Onder deze overeenkomst diende Technip een voorlopig technisch ontwerp en een grove inschatting van de projectkosten te maken. Dit zou de basis moeten vormen voor de onderhandelingen over de EPC (engineering procurement construction) overeenkomst, die na de FEED fase (die zes maanden zou duren) zouden aanvangen.¹⁸ Onder de EPC overeenkomst zou Technip het gedetailleerde ontwerp, de aanschaf van alle benodigde materialen en installaties en de bouw van de fabriek moeten verzorgen.

3.7 In een RvC vergadering van Sol Holding van 27 juni 2007 zijn de eerste resultaten van meer gedetailleerd onderzoek naar planning van kosten en doorlooptijd door Technip bekend gemaakt. Deze vielen erg tegen; oplevering van de fabriek zou pas in februari 2010 kunnen plaatsvinden, bijna een jaar later dan verwacht en de totale investering in de fabriek inclusief de kosten van “site preparation works” zou € 440 miljoen bedragen¹⁹ in plaats van de door de aandeelhouders van Silpro vier maanden eerder, begin maart 2007 geaccordeerde investering van € 336 miljoen.²⁰ Een ander had te maken met het feit dat de huidige faciliteit van Arkema waar

¹⁷ Silpro Resolution 2007 d.d. 4 maart 2007 getekend door Van Wijk en Van der Leun. Of de andere aandeelhouders deze ook hebben getekend is niet bekend.

¹⁸ Notulen van de RvC vergadering van Sol Holding d.d. 8 mei 2007.

¹⁹ Dit blijkt onder andere uit een powerpoint-presentatie “Sol Holding Supervisory Board June 27th 2007”.

²⁰ In de investering van € 336 miljoen waren de kosten van de TCS synthesis unit – waarmee vermoedelijk is bedoeld op de chloorsilicatenfabriek van Degussa (totale kosten volgens Silpro Resolution 0207, bijlage 18.24 € 89 miljoen) – meegerekend, in de door Technip berekende investering van € 440 miljoen niet, zo is in een noot bij het Silpro Progress Report d.d. 18 juni 2007 vermeld.

de fabriek oorspronkelijk gepland was, met ernstige bodemvervuiling te kampen had, waardoor de constructie van de fabriek op die locatie geen reële optie meer was. Een nabij gelegen alternatief was gevonden, de zogenaamde “green delta”, tevens eigendom van Arkema. Het bouwrijp maken van dit perceel grond zou substantieel duurder uitvallen. Voorts was de basis voor de investeringsprognose ad € 336 miljoen die Silpro begin maart 2007 had gemaakt voor de grotere fabriek kennelijk gebaseerd op informatie van Solmic uit 2005, terwijl de kosten van materiaal, bouw en ontwerp sindsdien dramatisch zouden zijn gestegen.

- 3.8 De RvC van Sol Holding heeft in deze vergadering van 27 juni 2007 een werkgroep ingesteld om de investeringskosten met € 100 miljoen omlaag te brengen en om ervoor te zorgen dat de oplevering van de fabriek zes maanden eerder plaats zou kunnen vinden. Voorts is in deze RvC vergadering besproken op welke wijze de medeaandeelhouders in Silpro (Norsun en PPT) over deze resultaten van Technip geïnformeerd zouden moeten worden.
- 3.9 Deze tegenvallende resultaten van het Technip onderzoek zijn vervolgens op 23 juli 2007 aan de aandeelhouders van Silpro gepresenteerd. Het management van Silpro heeft daarbij aangegeven te verwachten dat in plaats van de door Technip berekende investering van € 440 miljoen met een investering van € 430 miljoen zou kunnen worden volstaan.²¹ Voorts zijn de aandeelhouders geïnformeerd dat Silpro voor de periode juli t/m oktober 2007 € 26 miljoen aan liquiditeiten nodig had.²²

²¹ Waar die aannahme op was gebaseerd is in deze vergadering niet duidelijk geworden, reden waarom als 2^e actie op de actielijst aan het slot van de notulen is aangetekend dat dit verhelderd diende te worden.

²² Over de totaal benodigde aandeelhoudersinvestering van € 100 miljoen die volgens het rapport van W + ST nodig was is in dat kader overigens niet gesproken.

- 3.10 Door aandeelhouders PPT en Norsun is in deze vergadering geconstateerd dat als zij zich bereid zouden verklaren om hun pro rata deel van deze € 26 miljoen financiering beschikbaar te stellen, zij zich in feite aan het gehele project zouden committeren. Zij hadden echter hun twijfels over de haalbaarheid van het project en hebben in dat kader de onduidelijkheid en onjuistheid van de financiële planning en investeringscijfers genoemd, onduidelijkheid over de mogelijkheid voor het verkrijgen van de benodigde afnemersfinanciering van € 50 miljoen alsmede het feit dat de silicium prijzen te hoog zouden zijn en dat de banken geen technische risico's zouden willen lopen.
- 3.11 PPT heeft haar beslissing om te investeren in Silpro laten afhangen van de bereidheid van Sol Holding als (toekomstig) meerderheidsaandeelhouder om het risico te nemen om het volledige project te financieren. Daarop heeft Jacometti met Van Wijk telefonisch overleg gevoerd, die voor Sol Holding blijkens de notulen van de aandeelhoudersvergadering van Silpro van 23 juli 2007 het volgende heeft beslist:

“After a short break and telephone call with Ad van Wijk, Marinus Jacometti announced the Sol Holding position:

- *If no customer loan and no bank financing: SOL Holding can and will do it; we will continue.”*

Hierop heeft Van der Leun als voorzitter van de vergadering geconcludeerd:

“III. Conclusion by the chairman:

Since Sol Holding has expressed its commitment to the financing of the project, and since PPT indicated that they would follow this, there now seems enough basis for the shareholders to judge whether they will take part in the 26 Mio € requested now. All participants agree.”

- 3.12 Hoe Van Wijk – nota bene schijnbaar zonder overleg met medeaandeelhouder Solon – kon stellen dat Sol Holding in staat en bereid was Silpro te financieren bij gebreke van een afnemers- of bankfinanciering is onduidelijk. In de eerste plaats geldt dat Van Wijk niet bevoegd was om namens Sol Holding een dergelijke toezegging te doen (hij was geen bestuurder). Bovendien beschikte Sol Holding noch Econcern over de financiële middelen voor een dergelijke financiering. Sol Holding beschikte in het geheel niet over financiële middelen; zij was afhankelijk van de bereidheid tot financiering door haar aandeelhouders Solon en Ecoventures. De praktijk heeft dit ook uitgewezen. Toen het erop aankwam in oktober 2008, toen PPT bij brief van 15 oktober 2008 aan Sol Holding en haar aandeelhouders Ecoventures en Solon had gevraagd om bewijs van hun commitment en capaciteit om eigen vermogen of aandeelhoudersleningen aan Silpro te verstrekken als er geen andere financieringsmogelijkheden beschikbaar zouden zijn, bleek Sol Holding noch Econcern bereid en in staat te zijn om dergelijk bewijs van commitment en capaciteit te verstrekken.²³
- 3.13 In een interview tussen curatoren en Van Wijk en Van der Leun op 20 april 2012 is aan de orde gekomen waarom Van Wijk deze toezegging heeft gedaan. Van Wijk heeft toen het volgende verklaard:

²³ Zie hierna.

“De toezegging die in dat telefoongesprek is gedaan was niet echt een garantie, daar kon Econcern volgens Van Wijk niet op aangesproken worden. Dat was ook de reden dat dit niet in de jaarrekening was opgenomen. Het was geen verplichting. Het was het spel dat de hele tijd gespeeld werd.”

3.14 Deze verklaring van Van Wijk strookt niet met de verslaglegging van hetgeen in de aandeelhoudersvergadering van Silpro van 23 juli 2007 is besproken. Daaruit blijkt immers dat de toezegging van Van Wijk dat Sol Holding de financiering van Silpro op zich zou nemen bij gebreke van bankfinanciering de basis heeft gevormd voor de beslissing van PPT om in Silpro te blijven investeren. Er blijkt geenszins sprake van een “spel”. Van der Leun heeft nota bene in deze vergadering de toezegging van Van Wijk zelf letterlijk betiteld als een *“commitment to the financing of the project”*.

3.15 De medeaandeelhouders hebben na deze toezegging van Van Wijk afgesproken dat zij hun besturen zouden informeren over hetgeen was besproken. Uiterlijk 3 augustus 2007 zouden ze elkaar laten weten of ze onder de nieuwe condities bereid waren tot het investeren van € 26 miljoen de komende drie maanden. Uit notulen van vergaderingen van de RvB en RvC van Econcern blijkt niet dat de RvB of RvC door Van Wijk is geïnformeerd over de aanzienlijk hogere investering in Silpro en de extra investeringslast die dit voor de (indirecte) aandeelhouders, waaronder Ecoventures, met zich zou brengen en blijkt evenmin hetgeen overigens door de aandeelhouders van Silpro op 23 juli 2007 was besproken en/of over de toezegging van Van Wijk dat bij gebreke van bankfinanciering Sol Holding de volledige financiering van Silpro op zich zou nemen. Er is geen besluit van Econcern aangetroffen tot het doen van haar deel van de in Silpro benodigde aandeelhoudersinvestering van totaal € 26 miljoen t/m oktober 2007.

- 3.16 Er zijn geen documenten aangetroffen waaruit blijkt dat PPT zich heeft gecommitteerd aan haar aandeel in de benodigde aandeelhoudersinvestering in Silpro. Feit is wel dat PPT na deze vergadering aandeelhoudersleningen heeft verstrekt (in 2007 en 2008 tot een bedrag van € 17,2 miljoen).
- 3.17 Norsun heeft in een e-mail van 3 augustus 2007 aan Wouters formeel laten weten zich uit Silpro terug te trekken. Naast het feit dat het project dusdanige vertraging opliep dat de fabriek op zijn vroegst in 2010 (in plaats van 2009, zoals eind 2006 was geprognosticeerd) in productie zou gaan, twijfelde Norsun aan de haalbaarheid vanwege de operationele kosten en investeringsuitgaven. Opvallend is dat het waarderingsrapport van W+ST, dat enkele maanden na dit besluit van Norsun, op 2 november 2007, is uitgebracht, nog uitging van een door Norsun te verstrekken aandeelhouderslening van € 8,2 miljoen, hetgeen gelet op het enkele maanden daarvoor door Norsun genomen besluit dus achterhaald was.
- 3.18 Medio september 2007 is gebleken dat Technip niet bereid was om met een EPC contract met een vaste prijs te werken, omdat zij niet bekend was met de voor de fabriek benodigde technologie. De RvC van Sol Holding heeft geconstateerd dat Technip een comfortabele onderhandelingspositie had; er was geen reëel alternatief voor Technip. Datzelfde gold overigens voor Arkema.²⁴
- 3.19 In september 2007 is vastgesteld dat voor de door Silpro geplande toetreding van EDF als aandeelhouder nodig was dat de totale financiering rond was. De algehele verwachting was dat EDF nog steeds geïnteresseerd was, maar het was geen gelopen race; in oktober 2007 zou hier meer duidelijkheid over

²⁴ Notulen van de RvC vergadering van Sol Holding d.d. 13 september 2007.

komen. Een beslissing van de banken werd in januari/februari 2008 verwacht. De RvC van Sol Holding heeft in de RvC vergadering van 13 september 2007 vastgesteld dat Silpro een project was met een hoog risicoprofiel.

3.20 Ondanks dat er eind juni 2007 een werkgroep was ingesteld die tot doel had om de fors gestegen investering in Silpro omlaag te brengen, bleken de investeringskosten krap vier maanden later, in oktober 2007, nog meer gestegen, in plaats van gedaald. Opmerkelijk is dat uit de cijfers van oktober 2007 blijkt dat de totaal benodigde investering al in juli 2007 zou zijn begroot op € 526,9 miljoen, in plaats van de in de vergadering van 23 juli 2007 aan de aandeelhouders van Silpro voorgehouden € 440 miljoen. En in oktober 2007 bedroeg deze investering totaal € 577,1 miljoen.²⁵ Deze laatste stijging zou te maken hebben met wederom opgetreden vertragingen, waardoor de fabriek pas in juni 2010 operationeel zou kunnen worden, in plaats van eind 2009, zoals aanvankelijk gepland.²⁶ Dit zorgde blijkens de vergelijkende cijfers d.d. juli en oktober 2007 van Silpro voor een toename van de “start-up costs” met circa € 20 miljoen. Voorts was er in de prognose een post “contingency” van € 33,3 miljoen toegevoegd. Daarnaast zou er een beperkt aantal bezuinigingen zijn gerealiseerd.

3.21 Voor wat betreft de financiering van deze investering zou € 57,5 miljoen uit eigen vermogen bestaan en € 197,7 miljoen uit tot en met juni 2010 te verstrekken aandeelhoudersleningen. De hoogte van de door de aandeelhouders te verstrekken leningen was eind oktober 2007 dus aanzienlijk toegenomen. In juli 2007 werd nog uitgegaan van

²⁵ Zie onder andere de op 19 oktober 2007 door Wouters aan de RvC van Silpro gezonden Annex X.5, Use of proceeds oct.07, 1^e pagina “Simplified Reflection of Silpro Project October 2007”.

²⁶ Op 19 oktober 2007 door Wouters aan de RvC van Silpro gezonden Annex X.1, Memo Update Financials Silpro October 2007, § 3.

aandeelhoudersleningen ter hoogte van € 100 miljoen. Deze verhoging had te maken met het stijgen van de totaal benodigde investering en het halveren van de geprognosticeerde leningen van klanten.

3.22 In de RvC vergadering van Silpro op 23 oktober 2007 is met het oog op de aangepaste cijfers de vraag besproken of het project nog levensvatbaar was. Deze vraag is in deze vergadering bevestigend beantwoord, met de volgende kanttekening: *“Silpro is still bankable, although the new figures need to be communicated carefully.”*

3.23 Voorts zijn in deze vergadering de aan Silpro verbonden risico's aan de orde gekomen. Uit een risicoanalyse bleek dat er in oktober 2007 18 “major risks” en 45 “significant risks” aan het project verbonden waren.²⁷ Van Wijk heeft te kennen gegeven dat hij de business case “acceptable” vond. Mouratoglou, de bestuursvoorzitter van EDF die als genodigde bij deze vergadering aanwezig was, heeft daarop aangegeven dat de perceptie over het project over het algemeen positief was. Maar PPT kon nog geen beslissing nemen over het gehele project. Moratoglou heeft dienaangaande uitgelegd: *“(…)However, PPI cannot yet finally decide on the entire project since EDF board approval is required and financing needs to be in place.(…)”*²⁸ Mouratoglou zag het grootste risico van Silpro in de technologie. Verder heeft hij benadrukt dat een non-recourse financiering van groot belang was (hetgeen in februari 2008 niet mogelijk bleek, zie § 6.3).

3.24 Gelet op hetgeen in deze vergadering op 23 oktober 2007 voorlag en is besproken, is het onbegrijpelijk dat in het waarderingsrapport van W+ST van

²⁷ Dit blijkt uit de op 19 oktober 2007 door Wouters aan de RvC van Silpro toegezonden Annex VI.1, “RiskAnalysis–update–Silpro SB meeting Oct 07”, sheets 7 en 10.

²⁸ Kennelijk heeft PPT in juli/augustus 2007 geen commitment afgegeven voor (haar deel van de financiering van) het gehele project.

2 november 2007, dat na deze vergadering werd uitgebracht, is uitgegaan van het operationeel worden van de fabriek in 2009, waarmee Silpro in 2009 nog een omzet zou genereren van afgerond € 10 miljoen, terwijl dat op het moment van uitbrengen van het rapport gelet op het voorgaande volledig achterhaald was. Ook de in het waarderingsrapport als uitgangspunt genomen omzet over de jaren 2010 tot en met 2015 was aanzienlijk hoger dan de in oktober 2007 door Silpro over die jaren geprognosticeerde omzet. Zo is W+ST uitgegaan van een omzet in 2010 van € 128 miljoen, terwijl de omzet 2010 blijkt de “Silpro financials October 2007” van Wouters in 2010 € 102 miljoen zou bedragen. Ook de in het waarderingsrapport als uitgangspunt genomen totale investering in de eerste fase van Silpro was onjuist. W+ST is uitgegaan van € 426 miljoen, terwijl volgens de financiële overzichten van 17 oktober 2007 van Silpro de totale investering € 577,1 miljoen zou bedragen.

- 3.25 Het is onbegrijpelijk hoe Econcern met de onzekerheid over het commitment van PPT voor het gehele project, na het overeenkomen van de verkoopprijs van € 773.000,- voor het 14,28% belang van Norsun en met de wetenschap dat de financiële uitgangspunten in het waarderingsrapport van W+ST onjuist waren, ultimo 2007 in haar jaarrekening een waarde aan Silpro heeft kunnen toekennen van totaal € 136,5 miljoen. Evenzeer onbegrijpelijk is dat PWC dat heeft goedgekeurd.
- 3.26 Het lijkt erop dat deze in oktober 2007 gesignaleerde risico's, de nieuwe kostenstijging met maar liefst € 130 miljoen en de vertraging niet alleen niet zijn verwerkt in het waarderingsrapport van Silpro, maar ook niet door Econcern is gecommuniceerd met Solon voorafgaand aan de inbreng van de aandelen BCE en Silpro in Sol Holding in november en december 2007. In de

notulen van RvC vergaderingen van Sol Holding van 2 oktober en 14 december 2007 is hierover niets genotuleerd.

Samenvatting feitelijke gang van zaken Silpro 2007

- 3.27 Samenvattend is Silpro in 2007 bezig geweest met te pogen een reële business case op te stellen. Zij heeft gesprekken met EDF gevoerd over eventuele toetreding als aandeelhouder en over financiering door EDF. Met Degussa/Evonik zijn onderhandelingen gestart over de voorwaarden van de noodzakelijke toelevering van chloorsilicane door Degussa/Evonik, die daarvoor een nieuwe fabriek zou moeten gaan realiseren. Technip is gestart met het maken van een eerste design voor de fabriek van Silpro en het maken van een inschatting van de noodzakelijke investeringskosten en een reële planning. De uitkomsten hiervan weken in ernstige mate af van de prognoses voor Silpro die op grond van het eerste beknopte haalbaarheidsonderzoek door Solmic waren opgesteld. Norsun heeft in augustus 2007 besloten om als aandeelhouder terug te treden.
- 3.28 De investeringsopgave is in 2007 substantieel gestegen ten opzichte van de eind 2006 begrote investering van € 230 miljoen. Na de eerste onderzoeken door Technip is eind juli 2007 aan de aandeelhouders van Silpro een totaal benodigde investering van circa € 440 miljoen voorgehouden. Dit had te maken met gebleken vervuiling van de grond waarop de fabriek gebouwd zou moeten worden, algemene prijsstijgingen en een verdubbeling van de productiecapaciteit van de fabriek. De fabriek zou op zijn vroegst in februari 2010 operationeel kunnen worden. Eind oktober 2007 was de totale investering nogmaals gestegen vanwege opgelopen vertraging – de fabriek zou pas in juni 2010 operationeel kunnen worden – en als gevolg daarvan

gestegen “start up costs” alsmede vanwege het toevoegen van een post “contingency” van € 33 miljoen, naar € 577,1 miljoen.

- 3.29 Op grond van de financiële prognoses van Silpro eind 2006 zou Silpro gefinancierd dienen te worden door vanwege de aandeelhouders (toen nog Ecoventures, PPT en Norsun alsmede beoogd toekomstig aandeelhouder EDF) in te brengen eigen vermogen van totaal € 57 miljoen, waarvan Ecoventures (en later Sol Holding) € 34,5 miljoen voor haar rekening zou dienen te nemen en met aandeelhoudersleningen van totaal € 35 miljoen, waarvan Ecoventures (en later Sol Holding) € 21 miljoen voor haar rekening zou moeten nemen. Aldus zou Ecoventures in Silpro totaal € 55,5 miljoen moeten investeren. Toekomstige afnemers van Silpro en banken zouden totaal € 140 miljoen aan leningen dienen te verstrekken.
- 3.30 Eind juli 2007 waren de benodigde aandeelhoudersleningen (die door Sol Holding en PPT verzorgd zouden moeten worden omdat Norsun in augustus 2007 te kennen had gegeven niet meer te willen investeren in Silpro en de toetreding van EDF als aandeelhouder nog steeds onzeker was) gestegen naar totaal € 100 miljoen, waarvan € 70 miljoen voor rekening van Sol Holding zou komen.²⁹ Hiervan zou 52% (circa € 36 miljoen) door Ecoventures gefinancierd dienen te worden, naast het benodigde eigen vermogen waarvan circa € 21 miljoen voor rekening van Ecoventures zou komen.³⁰ De benodigde afnemersleningen werden eind juli 2007 verhoogd naar € 97,5 miljoen en de bankfinanciering naar € 225 miljoen.

²⁹ Eind 2007 was overeengekomen dat Sol Holding 10% van de aandelen van Norsun zou verwerven, die eind mei 2008 zijn geleverd.

³⁰ Het totaal benodigde eigen vermogen was in juli 2007 € 57 miljoen. Sol Holding diende hiervan 70%, aldus afgerond € 40 miljoen voor haar rekening te nemen. Hiervan zou 52% voor rekening van Ecoventures komen.

- 3.31 Drie maanden later, eind oktober 2007 was het bedrag van de benodigde aandeelhoudersleningen gestegen naar € 197,7 miljoen. Afnemers zouden nog slechts voor € 50 miljoen leningen verstrekken. De investeringsopgaaf voor indirect aandeelhouder Econcern werd hiermee verhoogd naar totaal € 92 miljoen.

4. Chronologische beschrijving gang van zaken binnen Silpro in 2008

- 4.1 Op 26 februari 2008 heeft Silpro na verkregen toestemming van haar RvC een mandate letter en “indicative term sheet” met West LB (als “arranger” namens een consortium van banken) getekend ten behoeve van een financiering van circa € 275 miljoen (waaronder een overbruggingskrediet van € 50 miljoen). Partijen hebben zich in de mandate letter verbonden om alles in het werk te stellen om uiterlijk 30 juli 2008 financial close te bereiken.
- 4.2 Opvallend is dat partijen in deze mandate letter en term sheet uit zijn gegaan van een totale investering in Silpro van € 500 miljoen, terwijl in oktober 2007 duidelijk was geworden dat de totale investering in Silpro in werkelijkheid € 577 miljoen zou bedragen. Deze financiering zou op grond van de eigen prognoses van Silpro op dat moment dus onvoldoende zijn om de fabriek te kunnen realiseren.
- 4.3 Verder blijkt uit deze documenten dat er een forse commitment vereist was van de (indirecte) aandeelhouders in Silpro, waaronder Ecoventures, die “Sponsor” onder de financieringsovereenkomst zouden worden. Dit hield onder meer in dat zij een pandrecht zouden moeten verstrekken op al hun aandelen in Silpro. Voorts dienden zij een garantie aan West LB te

verstrekken, die inhield dat zij moesten instaan voor vertragingen, kostenoverschrijdingen, verminderde output, kwaliteit of kwantiteit ten opzichte van het budget, tot een nader overeen te komen maximum bedrag. Verder dienden zij blijkens de in de term sheet opgenomen voorwaarden bij te dragen aan het in te brengen garantievermogen van tenminste € 225 miljoen³¹ in de vorm van reserves of aandeelhouders- en afnemersleningen, een en ander onderhevig aan goedkeuring van het bankenconsortium.

- 4.4 West LB zou na ondertekening van de mandate letter verschillende due diligence onderzoeken laten uitvoeren naar technische, markt-, verzekeringstechnische, juridische en financiële risico's. Voor het afronden van deze due diligence onderzoeken was vereist dat de belangrijkste contracten beschikbaar zouden zijn, waaronder de overeenkomsten met Technip (bouwer), met Degussa Evonik (toeleverancier), Arkema (grondeigenaar) en toekomstige afnemers.
- 4.5 Uiteindelijk is het due diligence onderzoek door West LB pas in juni 2008 gestart. Dit had onder andere te maken met vertraging in de FEED fase, in welke fase Technip het voorlopige technische ontwerp voor de bouw van de fabriek en een grove inschatting van de richtprijs voor het EPC contract zou maken. Deze werkzaamheden van Technip zijn op 31 mei 2008 door het management van Silpro stopgezet, omdat bleek dat het door Technip tot stand gebrachte voorlopige ontwerp zorgde voor een nieuwe enorme kostenstijging ten opzichte van het budget. De totaal tot en met 2010 in Silpro benodigde investering was ten opzichte van de prognoses in oktober 2007 wederom opgelopen, van € 577,1 miljoen tot maar liefst € 662

³¹ De aandeelhoudersinvestering is waarschijnlijk vastgesteld uitgaande van de in de mandate letter genoemde investering van € 500 miljoen, hetgeen geleet op de toen voorliggende prognoses lager was dan de daadwerkelijk geprognosticeerde investering.

miljoen.³² Het management heeft vervolgens van de RvC van Silpro (nogmaals³³) de opdracht gekregen om samen met Technip bezuinigingen op het ontwerp te realiseren (“*Value Engineering within the existing project layout*”).³⁴

- 4.6 De due diligence van West LB, waarvoor (onder meer) duidelijkheid over de belangrijkste contracten nodig was, waaronder over de met Technip te sluiten overeenkomst voor de realisatie van de fabriek, liep hiermee dus ook vertraging op. In juli 2008 heeft Silpro West LB ingelicht over de toename van de verwachte investering in Silpro. West LB zou hier volgens Wouters niet van geschrokken zijn en bereid geweest zijn de helft van deze prijsstijging in haar financiering mee te nemen.³⁵ Financial close op 30 juli 2008 was echter niet meer aan de orde. Een op 1 september 2008 geplande bijeenkomst tussen Silpro en het bankensyndicaat is uitgesteld.³⁶
- 4.7 Op 2 september 2008 heeft een informele vergadering plaatsgevonden tussen Jacometti, Krupke en van Wijk over de situatie bij Silpro. In dat kader hebben zij de stijging van de “capex” (capital expenditures) sinds begin 2008 en de consequenties daarvan op de haalbaarheid en financierbaarheid van het project besproken. Vanwege de onzekerheid over Silpro op dat moment is besloten dat een definitief go of no go van Sol Holding ter zake van Silpro zou worden gegeven nadat de resultaten van de onderhandelingen over de met Technip te sluiten EPC overeenkomst bekend zouden zijn.³⁷

³² Notulen van de RvC vergadering van Silpro d.d. 23 mei 2008 en de Silpro cash flow projection ten behoeve van deze RvC vergadering.

³³ Krap een jaar eerder, in de RvC vergadering van Sol Holding van 27 juni 2007, was ook al een werkgroep ingesteld om de telkens stijgende investeringskosten naar beneden te brengen en om de vertraagde geprognosticeerde oplevering van de fabriek te versnellen.

³⁴ Notulen van een telco van de RvC van Silpro d.d. 31 juli 2008, § 6.

³⁵ E-mail van Wouters aan onder anderen Van Wijk en Van der Leun d.d. 18 juli 2008.

³⁶ Update Silpro d.d. 28 augustus 2008.

³⁷ E-mail Jacometti aan Krupke en Van Wijk d.d. 24 september 2008.

- 4.8 Wouters en Veyan hebben in een presentatie “Silpro Update Sept. 2008” d.d. 18 september 2008 voor de RvC van Silpro geconstateerd dat de “Value Engineering” weliswaar een besparing van circa € 38 miljoen had opgeleverd, maar dat deze besparingen weer teniet werden gedaan door “*contingencies and other additions*”. Er was drie maanden vertraging opgelopen onder andere omdat het sluiten van het EPC contract met Technip was uitgesteld. Deze drie maanden vertraging zou meer dan € 45 miljoen hebben gekost: *“We lost considerable time. The three months delay in the schedule cost us more than 45 Million Euro.”*
- 4.9 Voorts blijkt uit deze presentatie van Wouters en Veyan dat er kennelijk nog steeds geen definitieve keuze was gemaakt over de locatie voor de fabriek en werd de mogelijkheid (weer) onderzocht om deze te realiseren op de locatie van de bestaande fabriek van Arkema, die ernstig met kwik vervuild was. Wouters en Veyan hebben geconcludeerd: *“Create clarity now! Either stop now or go.”*
- 4.10 In een powerpoint presentatie over de “Silpro financials” ten behoeve van de RvC vergadering van Silpro d.d. 2 oktober 2008 blijkt dat in september 2008 de som van de totaal benodigde investeringskosten een hoogte van € 820 miljoen had bereikt. Dit betekende een toename ten opzichte van de eind mei 2008 reeds naar boven bijgestelde gebudgetteerde investering (€ 662 miljoen) met afgerond € 150 miljoen. Het Silpro management was er (net als een jaar eerder) derhalve wederom niet in geslaagd om de opdracht van de RvC om bezuinigingen te realiseren, te vervullen.
- 4.11 Wouters en Veyan hebben in deze presentatie ook hun zorgen geuit over het gebrek aan vertrouwen dat (toekomstige) partners zoals EDF, CDC en een

overheidsbeambte, hadden uitgesproken over het zittende management van Silpro. Ze hebben onder meer geconcludeerd onder: *“Critical issues for management: So SILPRO management is weakened.”*

- 4.12 Intussen had Silpro begin september 2008 nog een tegenslag te verwerken gekregen; de overeenkomst met Degussa/Evonik inzake de toelevering door Evonik van voor de productie van polysilicon door Silpro noodzakelijke chloorsiliciden, die door de directie van Silpro al was getekend onder het voorbehoud van goedkeuring van de RvC van Silpro, was weliswaar door Van Wijk goedgekeurd, maar werd door commissaris Rossinès (EDF/PPT) afgekeurd. Deze laatste meende dat het een slechte overeenkomst was met voor Silpro onacceptabele risico's. Volgens Wouters was deze overeenkomst inherent aan de afhankelijkheid van Silpro van Evonik³⁸:

“Het is geen slecht contract. Wellicht is Rossinès met zijn EDF-bril misschien andere contracten gewend. Het is uiteraard niet gebalanceerd. Evonik zet op ons verzoek een plant neer om ons van een stuk industrieel risico te ontlasten. Wij zijn hun enige klant met een voor ons nieuwe technologie in een markt waar Evonik niet zelf actief is. Dus lopen ze geen enkel (markt)risico en dat was duidelijk vanaf het begin. Wij zijn nl. de marktpartij, zij niet.”

Voor het sluiten van deze overeenkomst was de goedkeuring van PPT vereist. Nu die niet werd verkregen, zijn de onderhandelingen met Evonik over deze overeenkomst noodgedwongen heropend.

³⁸ E-mailwisseling Wouters, Rossinès, Van Wijk en Van der Leun d.d. 5 t/m 9 september 2008.

- 4.13 Silpro was in het najaar 2008 ook nog steeds druk doende om een nieuwe aandeelhouder aan te trekken, die substantieel in het project zou moeten gaan investeren. Sol Holding en PPT hadden op 26 mei 2008 het 14,28% belang van Norsun in Silpro overgenomen, waarmee zij respectievelijk 70% en 30% van de aandelen in Silpro waren gaan houden. Zij waren vanaf eind 2007 doende om een deel van deze aandelen van Norsun door te verkopen en waren daartoe in onderhandeling getreden met CDC. CDC zou 9% van de aandelen in Silpro moeten overnemen tegen een kapitaalsinbreng van € 12,5 miljoen en het verstrekken door CDC van aandeelhoudersleningen van € 50 miljoen. Silpro is er echter niet in geslaagd om hierover tot concrete afspraken met CDC te komen. CDC liet haar beslissing dienaangaande onder andere afhangen van de met Technip overeen te komen richtprijs en een door de aandeelhouders van Silpro te verstrekken comfort letter.³⁹
- 4.14 In een RvC vergadering van Sol Holding van 6 oktober 2008 (dat is vier dagen voordat de ING Bank aan Econcern haar toestemming verleende om € 20 miljoen extra financiering aan Sol Holding te verstrekken, waarover hierna meer) heeft Solon medegedeeld dat zij haar positie ten aanzien van Silpro nader wenste te bepalen en op 27 oktober 2008 zou laten weten of zij door zou gaan met (de financiering van) het project. Econventures heeft toen toegezegd dat zij de financiering van Silpro (het ging om een bedrag van € 16,8 miljoen) zou verzorgen in afwachting van de beslissing van Sol Holding. Op 27 oktober 2008 heeft de RvC van Sol Holding vervolgens weliswaar besloten om Silpro te blijven financieren, maar een “full go” zou pas worden afgegeven nadat verdere mijlpalen zouden zijn bereikt, een brugfinanciering van de Franse overheid en/of een bankfinanciering alsmede het verkrijgen van de CDC financiering. Niet blijkt dat Solon in die

³⁹ Notulen van de RvC vergadering van Sol Holding d.d. 6 oktober 2008.

vergadering te kennen heeft gegeven dat zij door zou gaan met het financieren van Silpro, terwijl op 6 oktober 2008 was afgesproken dat zij dat op die datum zou laten weten. In de notulen van deze vergadering is ten aanzien van de financiering van Silpro slechts het volgende vermeld:

“The supervisory board as well as the shareholders decided to continue financing the minimum cash need of SILPRO to keep the project going. Full go can only be declared after further milestones are met: bridge financing and/or bank financing as well as CDC financing in place.”

Het is onbegrijpelijk dat Van Wijk in die vergadering niet heeft gevraagd naar de beslissing van Solon.

- 4.15 In een brief van 15 oktober 2008 aan Van Wijk en Van der Leun heeft PPT, vanwege de in september 2008 opnieuw gerapporteerde prijsstijging van meer dan € 150 miljoen en de verdere vertraging van meer dan zes maanden, aan Sol Holding en haar aandeelhouders Solon en Ecoventures gevraagd om bewijs van hun commitment en capaciteit om eigen vermogen of aandeelhoudersleningen aan Silpro te verstrekken als er geen andere financieringsmogelijkheden beschikbaar zouden zijn. PPT heeft in dat kader verwezen naar de toezegging die Econcern tijdens de RvC vergadering van Silpro op 23 juli 2007 had gedaan. PPT heeft verzocht om het bevroren van alle uitgaven door het bestuur van Silpro tot de strikt noodzakelijke, zolang:⁴⁰

“(i) the negotiation of the main contracts is not finalized and validated by the Supervisory Board (ii) the support of the French Administration on solar farm business development is not proven by a commitment⁴¹ (iii) the position of

⁴⁰ Brief Barthez aan Van Wijk en Van der Leun d.d. 15 oktober 2008.

⁴¹ Sinds eind juli 2008 is vermoedelijk vanuit Econcern het initiatief genomen om circa € 100 miljoen van de voor Silpro benodigde financiering te verkrijgen via concessierechten voor 500

Sol Holding, and its parent companies, Solon and E-concern regarding the financing of their share in the project (70%) is not clearly confirmed and (iv) the Caisses des Dépôts et Consignations (CDC) has not clearly committed to become a shareholder of Silpro.”

- 4.16 Op 23 oktober 2008 heeft Van Wijk zich de vraag gesteld hoe het verzoek van EDF om commitment van Econcern opgelost zou kunnen worden:⁴²

“EDF wants to have a strong commitment that we invest, no matter what happens. However, we can not give a guarantee, because that blocks our money. How can we solve this.”

- 4.17 Wouters heeft als oplossing voorgesteld om tijd te rekken en om PPT/EDF buiten het proces te houden:

“(…) EDF wants more commitment than we are presently capable to provide We must buy time and keep them out of the process. (...)”

- 4.18 Op 24 oktober 2008 heeft Rossinès te kennen gegeven niet akkoord te gaan met een voorstel van Wouters om Evonik een bedrag van € 12 miljoen te betalen, ondanks dat Rossinès zich kon vinden in het nieuwe onderhandelingsresultaat. Tot het moment dat door de RvC van Silpro zou zijn besloten om de bouw van de fabriek doorgang te laten vinden, zouden

MW solar farms. Dit is voor het eerst door Van Wijk ingebracht tijdens een telco van de RvC van Silpro op 31 juli 2008. Uit een tijdens een RvC vergadering van Silpro op 2 oktober 2008 besproken status rapport aangaande deze concessierechten, blijkt dat Silpro deze concessierechten niet zomaar van de Franse overheid zou verkrijgen. Overigens is geenszins gebleken dat het reëel was om te verwachten dat deze rechten (binnen afzienbare tijd) € 100 miljoen aan cash zouden genereren.

⁴² E-mailwisseling Van Wijk, Wouters, Jacometti en Van der Leun d.d. 23 en 26 oktober 2008 met bijlage “Econcern-EDF”.

volgens Rossinès geen nieuwe commitments mogen worden aangegaan. Dat gold ook voor Evonik.⁴³ In een e-mail van 29 oktober 2008 heeft Rossinès zijn verbazing uitgesproken over het feit dat er een overbruggingsovereenkomst met Technip was gesloten, waarvoor de RvC van Silpro geen toestemming had gegeven. In een e-mail van 26 augustus 2008 zou PPT al hebben aangegeven dat voor elk nieuw commitment van Silpro toestemming van de RvC vereist was, teneinde de kosten zo laag mogelijk te houden.⁴⁴

- 4.19 In een bijeenkomst met West LB op 5 november 2008 is naar voren gekomen dat er nog steeds onvoldoende zicht was op de voortgang van het project en de verwachte datum van financial close. In een vergadering van de RvC van Silpro op 12 november 2008⁴⁵ is bevestigd dat er pas verdere verplichtingen van betekenis door de aandeelhouders van Silpro zouden worden aangegaan, nadat aan een aantal voorwaarden zou zijn voldaan. Zo zou over alle projectovereenkomsten opnieuw onderhandeld moeten worden om gebruikmakend van de crisis de prijzen omlaag te krijgen. De overeenkomsten met Technip, CDC en Arkema zouden getekend moeten zijn. Er zou een lening van de Franse staat van € 300 miljoen⁴⁶ alsmede concessierechten voor solar farms moeten zijn verkregen. Het Franse FEED-in tarief voor zonne-energie zou met 10% omhoog moeten en EDF, Solon en Econcern zouden de verplichting moeten zijn aangegaan om het benodigde nominale kapitaal voor Silpro te financieren.

⁴³ E-mailwisseling Wouters en Rossinès d.d. 24 oktober 2008.

⁴⁴ E-mail Rossinès d.d. 29 oktober 2008. De e-mail van PPT van 26 augustus 2008 is niet aangetroffen.

⁴⁵ Notulen van de RvC vergadering van Silpro d.d. 12 november 2008.

⁴⁶ In de notulen van de RvC vergadering van Silpro d.d. 12 november 2008 wordt voor het eerst melding gemaakt van een mogelijke lening van de Franse staat van € 300 miljoen, die blijkens deze notulen uit een door Sarkozy in het leven geroepen fonds zou moeten worden gefinancierd. Maar of dit een reële mogelijkheid was, was onzeker, zo volgt uit deze notulen (§ 2, pagina 2).

- 4.20 Omdat het niet waarschijnlijk leek dat CDC in 2008 aandeelhouder zou worden en de brugfinanciering van de Franse staat van € 300 miljoen zeker niet voor maart 2009 beschikbaar zou zijn, heeft de RvC van Silpro op 12 november 2008 besloten om het project te bevriezen tot nader order. In de tussentijd diende Silpro te onderhandelen over de in de vorige alinea genoemde overeenkomsten. Verder is besloten dat Sol Holding (Econcern) en PPT nog respectievelijk € 8,86 miljoen en € 1,4 miljoen ter beschikking zouden stellen voor de financiering van de strikt noodzakelijke kosten tot en met december 2008.
- 4.21 In deze vergadering is ook besloten dat de door West LB gefactureerde “structuring en coordination fee” van € 825.000,-, die uiterlijk 10 november 2008 door Silpro voldaan zou moeten zijn, niet zou worden betaald omdat West LB vanwege de crisis maar beperkt werkzaamheden zou hebben uitgevoerd.
- 4.22 Hierover is vervolgens een discussie ontstaan tussen Silpro en West LB.⁴⁷ Anders dan Silpro heeft gesuggereerd zouden de banken volgens West LB nog steeds bereid en in staat zijn geweest om Silpro te financieren. Bovendien was de fee schriftelijk overeengekomen in de Mandate letter van 26 februari 2008 en nogmaals in de verlengingsbrief van 26 september 2008.⁴⁸ De fee was volgens West LB nu juist opgenomen om haar te beschermen tegen eventuele vertragingen in het project, waardoor de in de ‘mandate’ genoemde datum van financial close van 30 juli 2008 niet gehaald zou worden. Bovendien was op deze beoogde financial close datum nog

⁴⁷ E-mailwisseling over de discussie met West LB tussen Jacometti en Christiaens in november 2008.

⁴⁸ Middels een door Silpro en West LB ondertekende brief van 26 september 2008 was vanwege de met het project opgelopen vertragingen de Mandate Letter van 26 februari 2008, die op 30 september 2008 zou aflopen, verlengd tot 10 november 2008.

helemaal geen sprake van een economische crisis. En terwijl West LB alles in het werk had gesteld om deze datum te halen (zij is met alle due diligence onderzoeken begonnen), lukte dat niet omdat Silpro de belangrijkste onderdelen van het project, waarmee een 'bankable' project financieringsstructuur opgezet kon worden, niet gereed had. Dat was volgens West LB op 5 november 2008 nog steeds niet het geval. Zo ontbraken de definitieve projectcontracten (waaronder het EPC contract voor de bouw van de fabriek met Technip en de afname overeenkomsten), een finaal cash flow model en comfort voor de banken van de aandeelhouders die zouden moeten instaan voor kostenoverschrijdingen.⁴⁹

- 4.23 Het is vervolgens niet gelukt om aan de in de RvC vergadering van 12 november 2008 gestelde voorwaarden te voldoen. De gesprekken met de diverse partijen zijn voortgezet maar hebben niet tot concrete overeenkomsten geleid.

Samenvatting Silpro 2008

- 4.24 Samenvattend heeft Silpro in 2008 gesprekken gevoerd met Degussa/Evonik, Arkema, CDC, EDF en eind 2008 met de Franse staat, die allemaal niet hebben geresulteerd in (ondertekende) overeenkomsten. Verder is Silpro in 2008 bezig geweest om te trachten de met West LB eind februari 2008 overeenkomen beoogde financial close datum van 31 juli 2008 te bereiken. Dit is niet gelukt omdat de belangrijkste contracten niet definitief werden, maar met name ook vanwege de enorme kostenstijgingen ten opzichte van de aanvankelijk door Silpro gemaakte prognoses (op basis van de eerste beknopte haalbaarheidstudie van Solmic). Uit een eerste gedetailleerd

⁴⁹ Brief van West LB aan Silpro van 6 februari 2009.

onderzoek ten behoeve van het design van de fabriek, waartoe Technip opdracht had gekregen (de FEED fase), was eind mei 2008 gebleken dat de kosten substantieel hoger uitvielen. De totale investering zou € 660 miljoen bedragen, bijna € 100 miljoen meer dan de laatste prognoses uit oktober 2007. Silpro heeft vervolgens getracht deze kosten naar beneden te brengen, hetgeen is mislukt. In september 2008 viel de geprognosticeerde investering zelfs nog € 150 miljoen hoger uit, op € 820 miljoen.

4.25 De investering van € 660 miljoen die eind mei 2008 werd begroot, zou voor een bedrag van € 234 miljoen moeten bestaan uit aandeelhoudersleningen. Uitgaande van het gunstige geval dat het zou lukken om CDC en Arkema als aandeelhouders en investeerders aan boord te krijgen, hetgeen in de prognoses van Silpro al werd meegenomen, zou hiervan € 136,3 miljoen opgebracht moeten worden door Sol Holding. Sol Holding zou € 40,3 miljoen aan eigen vermogen moeten bijdragen. Dit betekende voor Ecoventures dus een minimaal tot en met 2009 te financieren bedrag van afgerond € 92 miljoen.⁵⁰ Als CDC en Arkema niet zouden investeren, dan zou Ecoventures op grond van de eind mei 2008 voorliggende prognoses maar liefst € 125 miljoen in Silpro moeten investeren. Ecoventures kon deze bedragen helemaal niet opbrengen, ook niet na de closing van Sustain. De benodigde bankfinanciering was eind mei 2008 opgelopen van € 225 naar € 280 miljoen.⁵¹

4.26 In de prognoses van eind september 2008 was de geprognosticeerde investering weliswaar substantieel gestegen naar € 820 miljoen, maar Silpro had de prognoses zodanig aangepast dat de benodigde aandeelhouders–

⁵⁰ $52\% \times (136,3 + 40,3)$.

⁵¹ Notulen van de RvC vergadering van Silpro d.d. 23 mei 2008 en de Silpro cash flow projection ten behoeve van deze RvC vergadering.

investering van Sol Holding was teruggebracht naar afgerond € 150 miljoen (waarvan dus € 78 miljoen voor rekening van Ecoventures zou komen). De bankfinanciering zou op € 280 miljoen kunnen blijven. Een groot deel van de extra investering ten opzichte van de oorspronkelijke begrotingen zou gefinancierd moeten worden door een sale en lease back constructie van de door Silpro verrichte “early works” en met opbrengsten uit concessierechten voor solar farms. Deze twee eind juli 2008 bedachte oplossingen waren echter verre van concreet en realistisch. Daarnaast zouden beoogd aandeelhouders CDC en Arkema volgens deze door Silpro opgestelde prognose voor respectievelijk € 62,5 en € 30 miljoen moeten investeren. Maar daaromtrent lag geen enkele concrete toezegging.

- 4.27 Op 2 september 2008 hebben Jacometti, Krupke en Van Wijk geconstateerd dat de haalbaarheid en financierbaarheid van Silpro ernstig in het geding waren. Op 6 oktober 2008 heeft Solon aangekondigd haar investeringen in Sol Holding/Silpro voorlopig te bevriezen.
- 4.28 Op 15 oktober 2008 heeft PPT om een bevestiging van het commitment van Econcern gevraagd ten aanzien van de benodigde investeringen die de aandeelhouders van Silpro (ook in geval geen bankfinanciering zou worden verkregen) zouden moeten doen. Econcern heeft deze bevestiging niet kunnen geven. In feite is het project vanaf dat moment bevroren en nooit meer “ontdood”.

5. Silpro, de laatste fase

- 5.1 In februari 2009 werd de situatie bij Silpro steeds nijpender. Het werd steeds lastiger om betalingsverplichtingen aan zogenaamde LLI leveranciers⁵², aan Dalkia en Air Liquide⁵³, Evonik en Arkema nog langer uit te stellen. De RvC van Silpro heeft in een vergadering van 18 februari 2009 vastgesteld dat zij op korte termijn de beslissing zou nemen om al dan niet te stoppen met Silpro. Dit zou met name afhangen van de beslissing van de Franse Staat om Silpro te ondersteunen, welke beslissing binnen een week werd verwacht.⁵⁴
- 5.2 Kort daarna, in maart 2009, is een pré-insolventie procedure (Mandat ad hoc) gestart, die in april 2009 over is gegaan in een insolventieprocedure (redressement judiciaire), met een observatieperiode van twee maanden, gedurende welke periode getracht zou worden tot een akkoord met de schuldeisers te komen.⁵⁵ Uiteindelijk is Silpro op 4 augustus 2009 definitief in staat van faillissement komen te verkeren.

6. Financiering Sol Holding (en Silpro) 2007 en 2008

- 6.1 Evergreen (een beoogd afnemer van Silpro) heeft aan Silpro op 14 december 2007 € 15 miljoen en op 1 februari 2008 nog eens € 15 miljoen overgemaakt. Deze betalingen zagen op een door Evergreen op 7 december 2007 aan Silpro verstrekte lening van totaal € 30 miljoen voor de bouw van de fabriek.⁵⁶

⁵² Waar LLI een afkorting van is, is niet bekend.

⁵³ Dalkia en Air Liquide zouden bepaalde units ten behoeve van de fabriek ontwerpen en leveren.

⁵⁴ Notulen van de RvC vergadering van Silpro d.d. 18 februari 2009.

⁵⁵ Notulen van de RvC vergadering van Silpro d.d. 19 mei 2009.

⁵⁶ Deze lening hing samen met een overeenkomst tussen Silpro en Evergreen Solar Inc. inzake de afname door Evergreen van door Silpro te produceren polysilicon gedurende tien jaar, in de periode 2009 tot en met 2019.

6.2 Daarnaast is Silpro in 2007 en 2008 gefinancierd door haar aandeelhouders voor een bedrag van totaal € 60 miljoen (waarvan € 55 miljoen leningen en € 5 miljoen eigen vermogen). Ecoventures/Solon/Sol Holding hebben hiervan afgerond € 43 miljoen voor hun rekening genomen.⁵⁷ Totaal heeft Ecoventures afgerond € 30,7 miljoen geïnvesteerd in Sol Holding en Silpro.

⁵⁷ Een en ander blijkt uit een op 31 oktober 2011 van de heer T. Christiaens ontvangen “Overview Cash in Sol Holding en Silicium de Provence in €” alsmede uit een tweetal e-mailwisselingen inzake de achtergrond van de betalingen aan Sol Holding en Silpro tussen Van Holst, Van Wijk, Van der Leun en Christiaens uit november en december 2008.

Betalingen Ecoventures ter zake van Sol Holding en Silpro:

2007		
Datum:	Bedrag:	Opmerking:
06-03-2007	€ 1.560.000	Tbv equity Silpro
29-06-2007	€ 1.440.000	Tbv equity Silpro
	Subtotaal = € 3.000.000	
07-07-2007	€ 4.680.000	Tbv lening Silpro
01-08-2007	€ 52.000	Tbv equity Sol Holding
15-10-2007	€ 1.456.000	Tbv lening Silpro
30-11-2007	€ 91.000	Tbv operationele kosten Sol Holding
	Subtotaal 2007 = € 9.279.000	Een bedrag van € 6.227.000 is vastgelegd in de leningsovereenkomst d.d. 30-11-2007
2008		
04-04-2008	€ 377.000	Tbv operationele kosten Sol Holding
16-06-2008	€ 100.000	Tbv operationele kosten Sol Holding
27-06-2008	€ 4.139.040	Terugbetaling Solon
13-10-2008	€ 7.852.000	Tbv lening Silpro
31-10-2008	€ 1.747.200	Tbv lening Silpro
20-11-2008	€ 7.280.000	Dit betreft het aandeel van Solon dat door Ecoventures werd "voorgeschoten" tbv lening Silpro.
	Subtotaal 2008 = € 21.459.240	Dit bedrag is vastgelegd in de leningsovereenkomst d.d. 12-12-2008
	Totaal = € 30.738.240	

- 6.3 Ter zake de door Ecoventures in 2007 en 2008 aan Sol Holding verstrekte leningen zijn geldleningsovereenkomsten opgesteld. Ecoventures heeft zich in een raamovereenkomst van geldlening van 30 november 2007 verbonden om in 2007 leningen te verstrekken aan Sol Holding voor de financiering van Silpro van in totaal € 6.227.000,-. De bedragen genoemd in deze geldleningsovereenkomst had Ecoventures echter al betaald voordat de overeenkomst werd gesloten. Op 7 juli 2007 had Ecoventures de eerste in de geldleningsovereenkomst vermelde termijn van € 4,68 miljoen aan Sol Holding overgemaakt, op 12 oktober 2007 de tweede termijn van € 1,456 miljoen en op 29 november 2007 de laatste termijn van € 91.000,-.⁵⁸
- 6.4 Ecoventures heeft dus, zonder dat daar – aanvankelijk – een schriftelijke overeenkomst aan ten grondslag lag, in 2007 een bedrag van ruim € 6 miljoen overgemaakt aan Sol Holding.
- 6.5 Ecoventures heeft in 2008 opnieuw gelden overgemaakt aan Sol Holding ter financiering van Silpro zonder dat daar een schriftelijke overeenkomst aan ten grondslag lag. Het betreft een totaalbedrag van € 21,5 miljoen dat in gedeelten in de periode van 4 april tot en met 20 november 2008 door Ecoventures aan c.q. voor Sol Holding is betaald.
- 6.6 Tot de betaling van de laatste termijn van € 7,28 miljoen door Ecoventures op 20 november 2008 was in een vergadering in de RvC van Sol Holding op 6 oktober 2008 beslist. Kort daarvoor, op 3 oktober 2008, had Sol Holding wederom aan Silpro een lening toegezegd over 2008 van in totaal € 16.847.200,-. Silpro had dringend cash nodig en volgens de notulen van de RvC vergadering d.d. 6 oktober 2008 zou het door Ecoventures aan Sol

⁵⁸ Specificatie uit het grootboek verstrekt door Van Holst bij e-mail d.d. 15 december 2010.

Holding ten behoeve van de financiering van Silpro te verstrekken bedrag van € 7,28 miljoen een voorfinanciering zijn van de betalingsverplichtingen van Solon. Behalve de – niet door Solon of Ecoventures – ondertekende notulen van deze vergadering, is over dit voorschot echter – wederom – niets tussen partijen vastgelegd. Wel is de betaling van dit bedrag achteraf, evenals de overige in 2008 door Ecoventures aan c.q. voor Sol Holding betaalde bedragen, bevestigd in een aandeelhoudersleningovereenkomst van 12 december 2008 tussen Ecoventures en Sol Holding.

- 6.7 In februari 2009 is uitgezocht of Solon nog gedwongen zou kunnen worden haar pro rata deel van de aandeelhoudersleningen (de door Ecoventures voorgefinancierde € 7,28 miljoen) te verstrekken.⁵⁹ In een telefonische vergadering van de RvC van Sol Holding op 15 februari 2009 is een betalingsregeling tussen Solon en Ecoventures ter sprake gekomen. De mogelijke oplossingen hiervoor zouden tussen Krupke en Van Wijk zijn besproken.⁶⁰ Wat zij vervolgens hebben besproken is echter onbekend. Er is in ieder geval naar aanleiding hiervan niets vastgelegd.
- 6.8 Nadat Bijl op 24 februari 2009 Van Wijk er nogmaals op heeft gewezen dat omtrent de voorschotbetaling van € 7,28 miljoen voor Solon niets was vastgelegd, is in overleg met de directie van Sol Holding besloten deze betaling aan te merken als een lening van Ecoventures aan Solon.⁶¹ Jacometti heeft vervolgens getracht om dit van de zijde van Solon schriftelijk bevestigd te krijgen, hetgeen Solon echter heeft geweigerd.⁶²

⁵⁹ E-mails d.d. 17 en 20 februari 2009.

⁶⁰ Notulen van de RvC vergadering van Econcern d.d. 15 februari 2009.

⁶¹ E-mailwisseling tussen Van Wijk en Bijl d.d. 24 en 25 februari 2009.

⁶² E-mail Jacometti aan Krupke d.d. 27 februari 2009 met bijlage en brieven Solon d.d. 12 mei 2009 en 1 november 2010.

- 6.9 Solon heeft in 2007 en 2008 € 48.000 equity eigen vermogen en € 11,36 miljoen geleend aan Sol Holding. Totaal heeft zij aldus afgerond € 11,84 miljoen geïnvesteerd in Sol Holding en Silpro. Solon had aanvankelijk krachtens een geldleningsovereenkomst van 14 juni 2007 en een raamovereenkomst van geldlening van 1 oktober 2007 leningen aan Sol Holding verstrekt van totaal € 15.588.000,-. Op deze leningen is in juni 2008 een bedrag van € 4,139 miljoen door Ecoventures aan Solon terugbetaald. Solon heeft in 2008 geen gelden meer aan Sol Holding of Silpro ter beschikking gesteld.
- 6.10 Uit een concept-aandeelhoudersovereenkomst Sol Holding van februari 2008 blijkt dat het de bedoeling was dat Ecoventures en Solon ieder naar rato van haar aandeelhoudersbelang eigen vermogen en aandeelhoudersleningen ter beschikking zouden stellen. Geconcludeerd kan worden dat Ecoventures met het oog daarop € 8,6 miljoen te veel voor haar rekening heeft genomen.⁶³ Dit betreft grotendeels de hiervoor genoemde voor Solon 'voorgeschoten' € 7,28 miljoen.
- 6.11 Onduidelijk is overigens wie de koopsom van € 500.000 voor de door Sol Holding op 24 mei 2008 van Norsun verkregen 10% van de aandelen in Silpro heeft gefinancierd. Dat blijkt niet uit de diverse financiële overzichten. Of dit gefinancierd is uit de totaal tot en met 24 mei 2008 in Sol Holding behouden leningen ad € 552.000 is de vraag. Mogelijk dat Ecoventures ook dit bedrag heeft (voor)gefinancierd.

⁶³ Totaal is door Solon en Ecoventures € 42,56 miljoen in Sol Holding en Silpro geïnvesteerd. Een bedrag van € 22,13 miljoen zou aansluiten bij het 52% belang van Ecoventures in Sol Holding.

7. Besluitvorming binnen Econcern omtrent Silpro en Sol Holding

- 7.1 Er is geen documentatie aangetroffen waaruit blijkt dat de start c.q. oprichting van Silpro in de RvB is besproken en evenmin op basis waarvan de RvB van Econcern heeft besloten tot de start van Silpro. In de notulen van RvB vergaderingen van Econcern in 2005 en 2006 wordt niets vermeld over Silpro (of over Sol Holding).
- 7.2 Pas na de oprichting van Silpro, op 4 september 2006, is Silpro voor het eerst besproken in de RvC van Econcern op basis van een powerpoint presentatie.⁶⁴ Silpro zou zich op dat moment nog in de onderzoeksfase bevinden, er waren slechts enkele werknemers in dienst. De RvC is bij die gelegenheid door Van Wijk geïnformeerd dat voor de financiering van Silpro circa € 230 miljoen benodigd zou zijn, waarvan € 50 miljoen eigen vermogen, € 50 miljoen subsidies en € 130 miljoen vreemd vermogen. In 2007 zou met de bouw van het project gestart moeten worden. De RvC heeft in die vergadering besloten dat het project Silpro gecontinueerd kon worden.
- 7.3 In deze RvC vergadering is tevens de oprichting van Sol Holding aan de orde gekomen. Een vennootschap genaamd Yingli zou per eind september 2006 fondsen aan Sol Holding ter beschikking stellen. Daartoe zou een letter of intent getekend zijn. Ook een andere vennootschap, Entrepreneurs Fund B.V., zou fondsen aan Sol Holding verstrekken. Over de financiering van Sol Holding is vermeld:
- “The challenge of the scheme is to have no cash out at the Econcern level.”*

⁶⁴ Notulen van de RvC vergadering van Econcern d.d. 4 september 2006, § 6 en Annex V.

- 7.4 In een RvC vergadering van Econcern van 11 december 2006 is verslag gedaan van de oprichting van Sol Holding. Voorts is daarin aangekondigd dat Econcern en Solon het voor Silpro benodigde eigen vermogen en leningen zouden financieren vanuit de verkoopopbrengst van hun aandelenbelangen in Solland.⁶⁵
- 7.5 In een RvC vergadering van Econcern van 23 januari 2007 is niet meer gesproken over de financiering van Silpro met de opbrengsten uit Solland. De aan Sol Holding te verstrekken financiering door Yingli en Entrepreneurs Fund was kennelijk ook van de baan. De haalbaarheidsstudie binnen Silpro zou op dat moment zijn afgerond. Aangekondigd is dat de eerste aanvraag van in Silpro benodigde eigen vermogen in voorbereiding was. Wie dit zou gaan financieren is niet besproken.⁶⁶
- 7.6 In deze RvC vergadering op 23 januari 2007 is voorts aan de orde gekomen dat Solon voor 48% en Ecoventures voor 52% aandelen zou verkrijgen in Sol Holding, tegen inbreng van hun respectieve belangen van 75% in BCE en 60% in Silpro. In dat kader is de wenselijkheid besproken van het aantrekken van meer aandeelhouders in Sol Holding “*to limit the exposure of the Company*”.
- 7.7 Zoals hiervoor uiteen is gezet, heeft Econcern op 7 juli 2007 een bedrag van € 4,68 miljoen overgemaakt aan Sol Holding, waarvoor achteraf, op 30 november 2007, een geldleningsovereenkomst is opgemaakt. In het licht van de bij de start van Silpro in de RvC vergadering op 4 september 2006 besproken bedoeling om in het kader van de financiering van Sol Holding “cash out” vanuit Econcern te vermijden, bevreemdt het dat deze lening

⁶⁵ Dit week overigens af van het uitgangspunt dat in de RvC vergadering van 4 september 2006 nog werd gehanteerd dat er geen “cash out” vanuit Econcern naar Sol Holding zou gaan.

⁶⁶ Notulen van de RvC vergadering van Econcern d.d. 23 januari 2007.

blijkens de notulen niet in een RvB of RvC vergadering is voorgelegd. Dat klemmt temeer omdat de RvB in een vergadering op 1 oktober 2007 wel een besluit heeft genomen over een tweede lening aan Sol Holding, voor een (lager) bedrag van € 1,456 miljoen.⁶⁷ Ook is opmerkelijk dat de door Van Wijk en Van der Leun op 4 maart 2007 getekende resolutie waarin zij akkoord zijn gegaan met de gewijzigde plannen voor Silpro die een substantieel hogere investering (van onder meer Econcern) zouden meebrengen ten opzichte van de in 2006 aan de RvC gepresenteerde plannen, niet in een RvB of RvC vergadering van Econcern is besproken. Niet blijkt dat Econcern ter zake hiervan een zorgvuldige afweging heeft gemaakt, terwijl van haar kant een forse investering in Silpro was vereist, die veel hoger was dan het initiële investeringsniveau.

- 7.8 In een RvC vergadering van 3 september 2007 is bij het bespreken van het businessplan 2008–2012 vastgesteld dat Sol Holding van de activiteiten van Econcern het hoogste risicoprofiel kende:

“The company’s activity with the highest risk profile is Sol Holding. The risk, however, is shared with Solon AG and mitigated through the contribution of Blue Chip Energy to Sol Holding.”⁶⁸ The total investment costs for the establishment of the silicon plant by SilPro are going up due to increased steel prices and lack of installation capacity. The full investment amount of € 400 million is not fully financed yet.⁶⁹ The production of silicon is delayed

⁶⁷ Notulen van de RvB vergadering van Econcern d.d. 1 oktober 2007.

⁶⁸ Waarop de conclusie is gebaseerd dat het risico binnen Sol Holding gemitigeerd zou worden door de bijdrage van BCE en in het voorkomend geval op welke wijze is niet duidelijk. De gedachte was kennelijk dat BCE aanzienlijke waarde vertegenwoordigde en dus bij een mislukking van Silpro als ‘compensatie’ zou kunnen dienen. Dat was niet reëel, want ook BCE was nog in aanbouw en had een onzekere toekomst en een hoog risicoprofiel.

⁶⁹ Deze mededeling suggereert dat er toen al wel een gedeelte was gefinancierd, maar dat was niet het geval. Pas eind februari 2008 werd een mandate letter met West LB getekend, maar ook toen was de financiering allesbehalve een feit.

by one year. Norsun has withdrawn as a shareholder, but EdF is willing to increase its stake and so is Ecoventures.”

- 7.9 In een vergadering van de RvB van Econcern op 15 oktober 2007 is de twee maanden eerder bij e-mail van 3 augustus 2007 door Norsun gemelde beslissing dat zij niet verder zou investeren in Silpro besproken. Er is bij die gelegenheid besloten dat Econcern samen met PPT de aandelen van Norsun zou overnemen.
- 7.10 In een RvC vergadering van 24 januari 2008 is aangekondigd dat Econcern bij zou dragen aan de investering in Silpro met aandeelhoudersleningen in Sol Holding. Het zou gaan om in 2008 te verstrekken leningen tot een bedrag van € 64 miljoen. Dit is aanzienlijk meer dan het oorspronkelijke uitgangspunt van ‘no cash’. Er zou voorts een nieuwe aandeelhouder in Sol Holding worden gezocht, die eigen vermogen zou inbrengen. Daarmee zouden de aandeelhoudersleningen van Solon en Econcern verlaagd kunnen worden. Vermeld is dat de totale Capex in Silpro € 440 miljoen zou bedragen. Financial close zou in de eerste helft van 2008 plaatsvinden en de fabriek zou eind 2009 operationeel worden.
- 7.11 In de prognoses van 23 oktober 2007 van Silpro was echter vastgesteld dat de totaal benodigde investering € 577,1 miljoen beliep, in plaats van de aan de RvC van Econcern op 24 januari 2008 gemelde € 440 miljoen. Ook was in die prognoses vastgesteld dat de planning zodanig was uitgelopen dat de fabriek pas in juni 2010 – en dus niet eind 2009 – operationeel zou worden. Verder bedroeg het aandeel van Ecoventures – via Sol Holding – in de aandeelhoudersleningen op grond van deze prognoses afgerond € 71 miljoen, in plaats van de aan de RvC van Econcern opgegeven € 64 miljoen.

Over de daarnaast benodigde bijdrage – via Sol Holding – van Ecoventures in het eigen vermogen van Silpro van afgerond € 21 miljoen is de RvC niet geïnformeerd. De RvC is in deze vergadering dus niet juist, althans niet volledig ingelicht over de status van Silpro.

7.12 De RvC is in een vergadering op 28 maart 2008 geïnformeerd dat BCE problemen had met de toevoer van de voor de productie benodigde wafers. Verder is toen aangekondigd dat CDC 9% aandeelhouder in Silpro zou worden in ruil voor een commitment van totaal € 62,5 miljoen. De RvC is er voorts van op de hoogte gebracht dat West LB de opdracht had gekregen om de benodigde bankfinanciering van € 225 miljoen te regelen. Daarbij is de RvC echter niet geïnformeerd over de door West LB voor het verstrekken van de financiering gestelde voorwaarde van het afgeven van een garantie van onder andere Econcern voor overschrijding van kosten, vertraging, verminderde output, kwaliteit of kwantiteit ten opzichte van het budget. Dit was een verstrekende garantie, temeer omdat de techniek van de fabriek zeer complex was. Econcern zou hiermee dus niet alleen risico's gemoeid met de bouw van de fabriek maar ook de operationele risico's moeten dragen. Dit betekende naast de aandeelhoudersleningen en kapitaalinbreng dus nóg een forse commitment vanuit Econcern.

7.13 Uit een besluitenlijst van de RvB in de periode van 3 maart tot 16 juni 2008 blijkt dat in die periode door de RvB van Econcern is besloten tot het verstrekken van aandeelhoudersleningen aan Sol Holding voor een totaalbedrag van € 16,1 miljoen teneinde de bouw van de fabriek van Silpro te financieren. Overigens strookte dit niet met de werkelijkheid; de bouw van de fabriek was nog helemaal niet aan de orde en de leningen werden daar ook niet voor bestemd. De facto was dit bedrag gebruikt om consultants en

Technip te financieren, teneinde de informatie te verkrijgen en overeenkomsten te sluiten die noodzakelijk waren om het project ooit tot financial close te brengen.

- 7.14 In een vergadering van de RvB van Econcern op 23 juni 2008 is het aantrekken van investeerders in Sol Holding besproken. Er zou circa € 150 miljoen aan eigen vermogen moeten worden aangetrokken tegen verkoop van een 49% aandelenbelang. Verder zou er een principeovereenkomst met CDC zijn gesloten over de verkoop van een 9% aandelenbelang in Silpro aan CDC. CDC zou een bedrag van € 12,5 miljoen aan eigen vermogen verschaffen en voor een bedrag van € 50 miljoen twee aandeelhoudersleningen verstrekken. Van het daadwerkelijk bestaan van een principeovereenkomst is echter niet gebleken. Ter zake zijn geen schriftelijke stukken aangetroffen, hetgeen ook overeenstemt met de verklaring van Wouters dat vanuit CDC niets is vastgelegd over de gevoerde gesprekken over de potentiële participatie van CDC in Silpro.⁷⁰
- 7.15 In een RvB vergadering van Econcern die een week later, op 30 juni 2008, heeft plaatsgevonden, is besloten het aantrekken van eigen vermogen in Sol Holding te vertragen, omdat de kosten voor de bouw van de fabriek van Silpro substantieel waren gestegen.
- 7.16 Op 1 september 2008 is in een vergadering van de RvC van Econcern gemeld dat de realisatie van Silpro het budget met € 150 miljoen bleek te overschrijden. Dit zou gedeeltelijk te wijten zijn aan een stijging van de materiaalkosten en gedeeltelijk aan een gebrek aan ervaring in de realisatie van 'solar grade silicon plants'. Waar dit bedrag van € 150 miljoen op was

⁷⁰ Verslag van het gesprek tussen curatoren en Wouters d.d. 8 november 2011, § 3.5.

gebaseerd is niet duidelijk. De meest actuele prognoses die tijdens deze RvC vergadering van Econcern op 1 september 2008 bekend waren, waren de prognoses van Silpro van eind mei 2008. Deze kwamen uit op een totaalbudget voor Silpro van € 660 miljoen. Dit betekende een overschrijding van maar liefst € 220 miljoen ten opzichte van het op 23 januari 2008 aan de RvC van Econcern gepresenteerde investeringsbudget voor Silpro (van € 440 miljoen). De informatie die aan de RvC van Econcern werd verstrekt, was dus wederom onjuist. Er was immers een grotere overschrijding van het budget (namelijk met € 220 miljoen) dan de genoemde € 150 miljoen. Ook is de RvC bij deze gelegenheid niet geïnformeerd dat dit verhoogde budget een nog hogere investering van Ecoventures vereiste. De door Ecoventures ten behoeve van Silpro te verstrekken bijdrage in het garantievermogen was gestegen naar in het meest gunstigste geval een bedrag van totaal € 92 miljoen, maar zonder de op dat moment nog onzekere investering door CDC en Arkema zou dit kunnen oplopen naar € 125 miljoen.

- 7.17 Aan de RvC van Econcern is op 1 september 2008 verder nog medegedeeld dat de banken die de fabriek financierden bereid zouden zijn om 50 % van deze kostenverhoging te financieren. Het zou aldus de notulen van deze vergadering op dat moment toch nog een uitvoerbaar project zijn. Maar nog steeds werd de RvC niet geïnformeerd over de forse garantie die Ecoventures alsmede “sponsor” zou moeten geven alvorens een bankfinanciering aan Silpro zou worden verstrekt. Bij de toelichting op de winst- en verliesrekening van Econcern die in deze vergadering is besproken, is wat betreft de risico's en kansen ter zake van Ecoventures het volgende vermeld:

“BMCH, Sol Holding, Duracar and Darwind Holding are valued at Fair Market Value, defined as historical transaction Value. For external reporting

purposes, it is mandatory to make an annual impairment assessment.

Econcern management is of the opinion that this impairment test will not result in any negative results.”

- 7.18 Het is onduidelijk hoe deze positieve mededelingen over de waardering van Sol Holding (die was gebaseerd op een – volstrekt onrealistische – waarde van Silpro van € 136,5 miljoen, die op haar beurt was gebaseerd op een gemanipuleerd waarderingsrapport) zich verhielden tot de aanzienlijk gestegen benodigde investering in Silpro vanuit Econcern, die alleen al wat betreft de som van aandeelhoudersleningen en eigen vermogen met € 30 tot € 65 miljoen (als CDC en Arkema niet zouden investeren) afweek van haar begin 2008 gebudgetteerde investering in Silpro van € 63 miljoen. Maar deze conclusie bevreemdt temeer gelet op het forse commitment van Econcern dat West LB eind februari 2008 als voorwaarde voor de financiering van Silpro had gesteld, van welk commitment de RvC van Econcern blijkens de RvC notulen nooit op de hoogte is gesteld. Een commitment dat Econcern bovendien niet kon afgeven.
- 7.19 Deze positieve conclusies over Silpro en de waarde van Sol Holding (en dus indirect van Silpro) stroken bovendien niet met hetgeen één dag na deze vergadering, op 2 september 2008, tussen Van Wijk, Krupke en Jacometti is besproken. Uit een e-mail van Jacometti van 24 september 2008, waarin verslag is gedaan van deze bespreking, blijkt duidelijk dat de situatie bij Silpro (zeer) zorgelijk was. Het was allesbehalve zeker dat het project voortgezet kon worden. Er zou de komende maanden een go/no go beslissing worden genomen over Silpro, afhankelijk van de uitkomst van met name de onderhandelingen met Technip.

- 7.20 Verder is ruim twee weken na deze RvC vergadering van Econcern, op 18 september 2008, komen vast te staan dat de totale investering in Silpro nog hoger zou worden; maar liefst € 820 miljoen. Dit was bijna een verdubbeling ten opzichte van het op 23 januari 2008 aan de RvC van Econcern gepresenteerde investeringsbudget.
- 7.21 Op 14 c.q. 17 november 2008 is de RvB van Econcern door Van Wijk geïnformeerd dat de bouw van Silpro tijdelijk on hold was gezet, hangende discussies over de projectfinanciering.⁷¹ Datzelfde is aan de RvC van Econcern gemeld op 19 december 2008.⁷² Een definitieve beslissing over de vraag of de fabriek wel of niet gebouwd zou worden, werd in het eerste half jaar van 2009 verwacht.
- 7.22 In een bestuursvergadering van Econcern van 23 februari 2009 heeft Van Wijk gemeld dat een faillissement van Silpro onontkoombaar was, onder meer omdat de beslissing van de Franse overheid voor een brugfinanciering van Silpro nog niet was genomen. De RvC van Econcern is hier op 5 maart 2009 over geïnformeerd.⁷³

8. Financiering Sol Holding/Silpro/Solon – toestemming RvC

- 8.1 De RvB van Econcern heeft blijkens de notulen haar RvC niet om toestemming gevraagd voor of melding gemaakt van het verstrekken van de leningen aan Silpro (via Sol Holding) in 2007 van totaal € 6,227 miljoen en de kapitaalsverstrekking aan Silpro van € 3 miljoen. Dat had wel voor de hand gelegen, temeer omdat de RvC bij de start van Silpro was voorgehouden dat

⁷¹ Notulen van de RvB vergadering van Econcern d.d. 14 en 17 november 2008.

⁷² Notulen van de RvC vergadering van Econcern d.d. 19 december 2008.

⁷³ Notulen van de RvB vergadering van Econcern d.d. 23 februari 2009 en notulen van de RvC vergadering van Econcern d.d. 5 maart 2009.

het uitgangspunt was dat er geen ‘cash out’ zou plaatsvinden. Ook heeft Van Wijk zijn toezegging aan de aandeelhouders van Silpro in juli 2007 om zonodig (via Sol Holding) de financiering van het gehele project te verzorgen niet gemeld aan de RvC. Over in 2008 door Econcern aan Sol Holding te verstrekken leningen is de RvC wel op hoofdlijnen geïnformeerd. In de tijdens de RvC vergadering van 23 januari 2008 besproken balance sheet was een bedrag van € 63 miljoen aan door Econcern aan Sol Holding te verstrekken leningen opgenomen. De aan de RvC verstrekte informatie over de planning en financiën van Silpro die aan deze leningen ten grondslag lag, was echter onjuist en onvolledig. Nadien is de RvC niet geïnformeerd over de zorgwekkende ontwikkelingen binnen Silpro, het feit dat West LB als voorwaarde voor de financiering van Silpro had gesteld dat onder andere Econcern een garantie zou geven ter zake van risico's bij de bouw en exploitatie van de fabriek en de daadwerkelijk in 2008 aan Sol Holding/Silpro verstrekte leningen.

- 8.2 Op 1 september 2008 is een “Regulations management board” in werking getreden, op grond waarvan beslissingen met betrekking tot uitgaven boven de € 1 miljoen de goedkeuring van een medebestuurslid nodig was.

Bovendien is in deze regeling bepaald dat toestemming van de RvC van Econcern was vereist voor onder meer (artikel 1.5 b):

“providing of any guarantee (excluding performance guarantees in the ordinary course of business, which includes project finance), indemnity or other undertaking or otherwise binding any member of the Group to any arrangements to secure an obligation of any third party, exceeding a Value on an annual basis of EUR 5,000,000;”

8.3 Gelet op deze regeling had Van Wijk voor de voorfinanciering door Econcern van het door Solon aan Sol Holding verschuldigde bedrag van € 7,28 miljoen, waarover hij in de RvC vergadering van Sol Holding op 6 oktober 2008 heeft beslist, de goedkeuring moeten vragen van Van der Leun. Van deze goedkeuring is niet gebleken. Bovendien heeft de RvC van Econcern voor deze voorfinanciering geen toestemming verleend.

9. Financiering Sol Holding/Silpro/Solon – toestemming banken

9.1 Na het tekenen van de mandate letter en indicative term sheet met West LB op 26 februari 2008 voor de financiering van Silpro, heeft Bijl⁷⁴ deze documenten onder ogen gekregen. In een e-mail van 29 februari 2008⁷⁵ heeft hij opgemerkt dat voor het verkrijgen van deze financiering toestemming van het bankensyndicaat van Econcern nodig was, vanwege de gevraagde verpanding van de aandelen in Sol Holding⁷⁶ en de benodigde garantie van Econcern. Bij e-mail van 3 maart 2008 heeft Van Holst in reactie op deze constatering van Bijl het volgende laten weten:

"I discussed Solholding with ING last week given the fact we are not in control of Solholding and will not consolidate as such. We will issue a waiver request later this week, together with the waivers for the project finance which I have discussed with Niels Jongste last week."

9.2 Echter, niet is gebleken dat de banken vervolgens inderdaad om toestemming is gevraagd voor deze garantie van Econcern in het kader van de financiering van Silpro.

⁷⁴ Hein Bijl was Hoofd juridische zaken bij Econcern.

⁷⁵ E-mailwisseling Bijl, Jacometti, Van Wijk en Van Holst d.d. 29 februari t/m 3 maart 2008.

⁷⁶ Blijkens de indicative term sheet ging het om een verpanding van alle aandelen in Silpro. Over verpanding van aandelen in Sol Holding wordt daarin niet gerept.

- 9.3 Sterker nog, in april 2008 heeft Van der Leun de banken verzocht om Sol Holding aan te merken als een Non-Recourse Group Member. Dit is een merkwaardig verzoek in het licht van de door West LB gevraagde garantie van Sol Holding en Econcern voor de financiering van Silpro, waarmee Sol Holding/Silpro juist niet “non-recourse” zouden zijn. De banken hebben hiervoor toestemming gegeven onder de voorwaarden dat er geen verdere leningen aan Sol Holding en haar dochtervennootschappen zouden worden verstrekt en dat de bestaande leningen aan Sol Holding uiterlijk 31 december 2008 zouden zijn afgelost.⁷⁷
- 9.4 Econcern heeft zich vervolgens niet aan deze voorwaarden gehouden. Zij heeft zonder de banken daarover te informeren op respectievelijk 4 april, 16 en 27 juni 2008 bedragen aan Sol Holding geleend ad afgerond € 4,6 miljoen.
- 9.5 Op 23 september 2008 heeft Van der Leun de banken verzocht om toestemming voor het verstrekken van aanvullende aandeelhoudersleningen aan Sol Holding van € 20 miljoen. Deze toestemming hebben de banken op 10 oktober 2008 gegeven, onder de voorwaarde dat Econcern de extra leningen aan Sol Holding uiterlijk op 20 december 2008 zou hebben gefinancierd uit een mezzanine faciliteit.⁷⁸ De brief van Van der Leun aan de banken bevat onder meer de volgende passage:

“On 11 April 2008 the Lenders approved of SOL Holding AG and its participations becoming a Non-Recourse Group Member provided that no intercompany loans between Econcern and SOL Holding AG (“SOL Holding”)

⁷⁷ E-mails Van der Heijden van ING en Van Holst d.d. 11 en 14 april 2008, met als bijlage de waiver.

⁷⁸ E-mail Van Holst met de brief Van der Leun d.d. 23 september 2008 aan ING en de op de waiver d.d. 10 oktober 2008 aangetekende toestemming.

and its subsidiaries shall exist per 31 December 2008, existing intercompany loans shall be repaid prior to 31 December 2008 and Econcern shall provide no further financing to SOL Holding.

In order to fund operational costs and increased building costs of the plant for the production of solar grade silicium, which plant is crucial in securing the supply of solar modules to Ecostream, additional funding of EUR 20m by Econcern is required until the end of the year. As Clause 24.13 of the Facility Agreement does not permit the granting of this funding to SOL Holding, the Lenders are requested to approve of an additional shareholder loan by Econcern to SOL Holding up to an amount of EUR 20m. In this respect it should be noted that Solon AG, Econcern's partner in the SOL Holding joint venture, will provide additional funding in proportion to its stake of 48% in SOL Holding as well and that Econcern will fund its intercompany loans to SOL Holding via its mezzanine financing arrangement by the end of this year."

- 9.6 Van der Leun heeft de banken in deze brief echter niet op de hoogte gesteld van de leningen die Econcern vanaf april 2008 in strijd met de door de banken in april 2008 gestelde voorwaarden aan Sol Holding had verstrekt. Voorts heeft Van der Leun wederom verzuimd te vermelden dat Econcern en Sol Holding garanties zouden moeten afgeven ten behoeve van het verkrijgen van de financiering voor Silpro.
- 9.7 De banken zijn evenmin geïnformeerd over de zeer zorgelijke status van Silpro, die onder andere op 2 september 2008 tussen Van Wijk, Krupke en Jacometti was besproken en evenmin dat er op korte termijn zou kunnen worden besloten om de fabriek alsnog niet te realiseren. Over de op 18 september 2008 door Silpro gerapporteerde nieuwe kostenstijging, waardoor

de investering op € 820 miljoen zou uitkomen en de haalbaarheid van Silpro nog meer onder druk was komen te staan, heeft Van der Leun evenmin gerept in zijn brief aan de banken.

- 9.8 Ook heeft Van der Leun de banken niet geïnformeerd over de mededeling van Solon tijdens de RvC vergadering van Sol Holding van 6 oktober 2008 (dat is vier dagen voordat de ING Bank haar toestemming verleende om € 20 miljoen extra financiering aan Sol Holding te verstrekken) dat zij haar positie ten aanzien van Silpro nader wenste te bepalen en op 27 oktober 2008 zou laten weten of zij door zou gaan met (de financiering van) het project:

“Solon needs to study the business case again and requests a two week period for this, during which they will not meet their financial obligations as per the cash calls. Management stresses the fact that the expenditures have already been reduced to the legal obligations and bare minimum to keep the project going. Solon therefore requests Econcern to take up their financial obligations for the time being and refers to a similar solution for BCE.

Mr. Christiaens and Mr. Missling will discuss the financial model in depth. SOLON will communicate their findings at the next SOL Holding meeting scheduled 27 October in Cologne.

After deliberating ECONCERN agreed to pre-finance the shortfall of SOLON's cash obligation of an amount of 7.3 Mio EUR based on the cash need of SOL until 27th October 2008 as presented by Management at the meeting to enable SILPRO to fulfil urgent payment obligations. The overall urgent cash need for SILPRO was indicated by Management at 18.2 Mio EUR, of which to be paid 15.1 Mio EUR by Sol.

Mr. Krupke said that Solon will internally discuss its position on the SILPRO project and decide to continue or not at the meeting on 27th of October.”

- 9.9 Kortom: de stelling in het verzoek van Econcern aan de banken dat “it should be noted that Solon AG (...) will provide additional funding in proportion to its stake of 48% in Sol Holding” was na de RvC vergadering van 6 oktober 2008 achterhaald. Krupke zei tijdens deze RvC vergadering immers *“that Solon will internally discuss its position on the Silpro project and decide to continue or not at the meeting of 27th of October.”*.
- 9.10 In de vergadering van 27 oktober 2008 hebben de aandeelhouders van Sol Holding weliswaar besloten om de minimum cash behoefte van Silpro te blijven financieren, maar Solon heeft in werkelijkheid niet bijgedragen aan deze financiering. Waarom Econcern dat heeft geaccepteerd is onduidelijk en onbegrijpelijk. De banken zijn in ieder geval niet volledig ingelicht over de condities waaronder deze extra lening door Econcern aan Sol Holding werd verstrekt.
- 9.11 Erger nog, de banken is in het kader van de presentatie van de Q3 cijfers van Econcern op 12 november 2008 voorgehouden dat de investeringskosten in Silpro zouden zijn teruggebracht en gestabiliseerd.⁷⁹
- 9.12 Niets was echter minder waar. Op 2 september 2008 hadden Sol Holding en Econcern immers al vastgesteld dat binnen enkele maanden een go of no go beslissing ten aanzien van Silpro moest worden genomen. Op 6 oktober 2008 had Solon haar investeringen in Silpro bevroren en PPT had het project bij e-mail van 15 oktober 2008 bevroren tot aan een aantal voorwaarden zou zijn voldaan, die onhaalbaar waren. Van Wijk had op 23 oktober 2008 immers zelf geconstateerd dat Econcern niet het door PPT op 15 oktober 2008 geëiste commitment kon afgeven voor de door Silpro benodigde financiering.

⁷⁹ Econcern Bankers Meeting d.d. 12 november 2008.

Bovendien kwamen de belangrijkste overeenkomsten maar niet tot stand en was in een bijeenkomst met het bankenconsortium dat Silpro zou moeten financieren op 5 november 2008 geconstateerd dat financial close nog lang niet in zicht was.

9.13 En op dezelfde dag dat de banken was voorgehouden dat de situatie binnen Silpro was gestabiliseerd, is tijdens een aandeelhoudersvergadering van Silpro formeel het besluit bevestigd om het project tot begin 2009 te bevriezen, onder andere ingegeven door onzekerheid over de financierbaarheid van het project.

9.14 Silpro was op 12 november 2008, anders dan het Consortium op die datum is voorgehouden, ten dode opgeschreven. In plaats van de waardering van het (indirecte) belang van Econcern in Silpro op € 95,6 miljoen, bedroeg de waarde feitelijk nihil.

10. Verslaggeving Sol Holding 2008

10.1 Eind mei 2008 is uitvoering gegeven aan het op 3 augustus 2007 door Norsun genomen besluit om haar aandelenbelang in Silpro te verkopen. Sol Holding heeft bij die gelegenheid 10% van de aandelen in Silpro verkregen, tegen een koopprijs van € 500K. Hiermee is haar totale belang op 70% uit gekomen.

10.2 Ecoventures heeft vanwege deze aankoop van extra aandelen in Silpro in haar halfjaarrapportage 2008 onder financiële vaste activa een stijging vanwege de herwaardering van haar aandelen in Sol Holding met € 6,7 miljoen verantwoord. Dit bedrag zou zijn gebaseerd op de waarde van het 70%

aandelenbelang van Sol Holding in Silpro volgens het waarderingsrapport van W+ST op € 95,6 miljoen. De waarde van de aandelen van Sol Holding in Silpro was hiermee gestegen met € 13,2 miljoen (van € 81,9 naar € 95,6 miljoen minus de aankoopprijs van het 10% belang van afgerond € 0,5 miljoen). Econcern was dus kennelijk de mening toegedaan dat een serieuze marktpartij als Norsun aandelen ter waarde van € 19,5 miljoen (14,28% van € 136,5 miljoen) verkocht voor afgerond € 0,7 miljoen. Waarom Norsun volgens die waardeperceptie het verschil van € 18,7 miljoen ‘liet liggen’ blijft een raadsel. De prijs die Norsun had geaccepteerd, had PWC als accountant van Econcern moeten doen inzien dat deze arm’s length prijs – anders dan het gemanipuleerde waarderingsrapport van W+ST – een duidelijke indicatie van de *reële* waarde van Silpro vormde: een prijs van € 733.000,- voor een 14,28% belang komt overeen met een waarde van circa € 5,1 miljoen voor een 100% belang. Dit alles nog los van het feit dat het project er ten tijde van de levering van de aandelen in mei 2008 veel slechter voorstond dan ten tijde van de vaststelling van de koopprijs in december 2007.

10.3 Gelet op de enorme kostenstijgingen en vertraging die eind mei 2008 waren geconstateerd, bevreemdt het dat het indirecte belang in Silpro medio 2008 nog hoger werd gewaardeerd. Immers, de gegevens en calculaties waarop het rapport van W+ST was gebaseerd, waren inmiddels volledig achterhaald. Deze herwaardering van Silpro in de halfjaarrapportage 2008 was dus niet reëel.

10.4 Deze wijze van verslaggeving is in juli 2008 door Christiaens ter discussie gesteld.⁸⁰ Van Wijk was hier niet van gecharmeerd. In een powerpoint presentatie van 18 november 2008 was Christiaens nog stilliger in zijn

⁸⁰ E-mailwisseling Christiaens, Van Holst en Van Wijk d.d. juli 2008.

standpunt dat deze waardering en resultaatneming niet juist waren.⁸¹ Ecoventures is ook naar aanleiding van deze laatste waarschuwing van Christiaens blijven weigeren een en ander te corrigeren, kennelijk uitgaande van een verkoop van aandelen aan CDC en Arkema. Er is echter geen documentatie aangetroffen met concrete afspraken met CDC en/of Arkema over de verkoop van hun aandelen. Dat strookt ook met de verklaring van Wouters dat er van de zijde van CDC geen schriftelijke stukken waren van de onderhandelingen met Silpro.⁸²

- 10.5 In een e-mail van 10 december 2008 heeft Christiaens Van der Leun erop gewezen dat een resultaat op de aankoop van de extra aandelen in Silpro echt niet langer kon worden verantwoord, omdat verkoop aan een derde voor het einde van het jaar niet werd verwacht. Van der Leun heeft zich nogmaals uitdrukkelijk verzet tegen aanpassing van dit ten onrechte genomen resultaat, daarin gesteund door Van Wijk.⁸³

11. Uitgaven Silpro 2007 en 2008

- 11.1 Uit de jaarrekening 2007 van Silpro blijkt dat zij per ultimo 2007 een bedrag van afgerond € 21,5 miljoen heeft geïnvesteerd in bedrijfsmiddelen ('activa in aanbouw'). Volgens de toelichting bij de jaarrekening betrof het uitgaven gedaan in het kader van de constructie van de productieplant. Silpro was volgens de jaarrekening Econcern 2007 in juli 2007 gestart met grondwerkzaamheden te Saint-Auban, waaronder de bouw van een platform van 6 ha, de integratie van een kleine rivier, het aanleggen van een spoorwegovergang en de omleiding van een kanaal.

⁸¹ Powerpoint Sol Holding "Purchase Norsun shares resale of shares" van Twan Christiaans d.d. 18 november 2008.

¹⁸² Verslag van het gesprek tussen curatoren en Wouters d.d. 8 november 2011, § 3.5.

⁸³ E-mailwisseling Christiaens, Van der Leun en Van Wijk d.d. 10 december 2008.

11.2 In 2008 is verder geïnvesteerd in met name studies ten behoeve van het ontwerp en de bouw van de fabriek (er waren in totaal circa 100 engineers aan het werk voor Silpro) en aanbetalingen voor de zogenaamde ‘long lead items’, voor de fabriek benodigde onderdelen met een lange levertijd, zoals reactoren. Silpro had de beschikking over € 5 miljoen eigen vermogen verstrekt door de aandeelhouders en over afgerond € 55 miljoen aan leningen verstrekt door aandeelhouders en € 30 miljoen door Evergreen. Het totale bedrag van € 90 miljoen waarover Silpro de beschikking had, is door Silpro volledig uitgegeven en kan definitief als verloren worden beschouwd. Tegenover die investering stonden ten tijde van de faillietverklaring van Silpro in 2009 geen activa van enige waarde.

12. Conclusies Silpro

12.1 Op grond van het voorgaande kan worden vastgesteld dat Silpro een project was met een zeer hoog risicoprofiel. Er bestonden in 2006 maar heel weinig partijen die verstand hadden van de voor de bouw van de fabriek benodigde technologie. Dat is ook gebleken; de gemaakte planningen bleken keer op keer onhaalbaar en de door Silpro geprognosticeerde kosten moesten telkens worden bijgesteld. Deze zijn aanvankelijk in ongeveer een half jaar tijd bijna verdubbeld van € 230 miljoen in december 2006 naar € 440 miljoen in juli 2007. Vervolgens zijn deze in minder dan een jaar tijd nogmaals gestegen naar € 820 miljoen.

12.2 Christiaens heeft verklaard dat de eerste begroting van de voor de bouw van de fabriek benodigde kosten “grote duimen werk” was geweest.⁸⁴ Wouters heeft dit onafhankelijk van Christiaens bevestigd. Hij heeft toegelicht dat het

⁸⁴ Verslag van het gesprek tussen curatoren en Christiaens d.d. 31 oktober 2011, § 4.3.

bij een dergelijk omvangrijk project niet mogelijk was om in een vroeg stadium een reële inschatting te maken van de kosten.⁸⁵

- 12.3 Los van de verslaggevingstechnische aspecten lijkt het gelet op deze onzekere omstandigheden niet reëel dat Econcern in haar jaarrekening 2007 en in haar halfjaarcijfers 2008 aan Silpro (nog steeds) een waarde heeft toegekend van € 136,5 miljoen. Dat klemmt temeer omdat deze waarde was gebaseerd op een gemanipuleerd waarderingsrapport van W+ST, dat er louter toe diende om naar een gewenst resultaat toe te rekenen (voorafgaand aan de waarderingen van Silpro en BCE was immers al bepaald dat 60% Silpro staat tot 75% BCE zich moest verhouden als 52:48) en dat vanaf het moment van uitbrengen al niet strookte met de op dat moment voorliggende interne prognoses van Silpro.
- 12.4 In werkelijkheid voldeed Econcern Q3 eind 2007 al niet meer aan de door het Consortium opgelegde financiële ratio's, hetgeen zij (onder andere) met de onjuiste waarderingen van Sol Holding en Silpro voor het Consortium heeft verhold. In feite heeft Econcern in 2007 en 2008 € 30,7 miljoen geïnvesteerd in het onderzoeken van de haalbaarheid van Silpro, terwijl het volstrekt onzeker was of deze investering zou kunnen worden terugverdiend. Er zijn geen deugdelijke afwegingen aangetroffen over de investeringen die Econcern zou moeten doen. Sterker nog, tot begin 2007 was de bedoeling van Econcern dat Silpro niet zou zorgen voor "cash out" binnen Econcern. De onzekerheid over de slagingskans van Silpro verklaart ook de terughoudendheid van medeaandeelhouders Norsun en PPT in de aandeelhoudersvergadering van juli 2007 ten aanzien van het verzoek van Silpro om een substantiële investering door de aandeelhouders. PPT is

⁸⁵ Verslag van het gesprek tussen curatoren en Wouters d.d. 8 november 2011, § 4.5.

vervolgens in Silpro blijven investeren omdat Van Wijk had verklaard dat Sol Holding de financiering van Silpro – zonodig volledig – op zich zou nemen. Terwijl dat een volstrekt irrealistisch en onhaalbaar commitment was voor Econcern en Sol Holding, zo bleek ook in oktober 2008 toen PPT een beroep deed op dit commitment.

- 12.5 In oktober 2007 waren er al grote risico's geïdentificeerd (18 “major” en 45 “significant” risks), hadden zich substantiële kostenstijgingen voorgedaan en was de planning aanzienlijk uitgelopen. Dit weerhield Econcern kennelijk niet van het doen van substantiële investeringen (via Sol Holding) in Silpro, in 2007 al voor een bedrag van € 6,227 miljoen aan leningen en € 3 miljoen aan eigen vermogen.
- 12.6 Eind februari 2008 stond vast dat West LB als één van de vereisten aan het verstrekken van de financiering aan Silpro stelde dat onder andere Sol Holding en haar aandeelhouders Econcern en Solon zich garant zouden stellen tot een nader overeen te komen maximum bedrag voor kostenoverschrijdingen, vertragingen of technische/operationele tegenvallers. Econcern was op grond van de met ING overeengekomen financieringsvoorwaarden echter helemaal niet gerechtigd om een dergelijke garantie af te geven. Dat was in ieder geval met de in april 2008 door ING op de waiver aangetekende voorwaarden volstrekt helder geworden. Econcern had voor zover bekend ook geen andere alternatieven om deze garantie te financieren.
- 12.7 De onzekerheid over de haalbaarheid van Silpro was vanwege de in samenwerking met Technip eind mei 2008 bekend geworden prognoses voor doorlooptijd en kosten voor de realisatie van de fabriek nog eens

substantieel toegenomen. In de zomer van 2008 werd een werkgroep ingesteld met de opdracht om de kosten aanzienlijk omlaag te krijgen en de planning te bespoedigen, zonder enig succes, zo bleek op 18 september 2008.

12.8 De in de zomer 2008 door Van Wijk aangedragen alternatieve oplossingen voor het financieringsprobleem, de concessies voor een solar farm en de sale en lease back van gerealiseerde 'early works' lijken eerder wishfull thinking dan reële opties te zijn geweest. Bovendien kwamen deze ideeën in een heel laat stadium op. Eind juli 2008 had immers al financial close moeten zijn bereikt.

12.9 Op 2 september 2008 hebben Sol Holding en Econcern nota bene vastgesteld dat er binnen enkele maanden een go of no go beslissing ter zake de realisatie van de fabriek zou moeten komen. In feite werd daarmee bevestigd dat de slagingskans van het project allesbehalve zeker was. Na de nieuwe financiële gegevens die op 18 september 2008 bekend werden, die nóg een verhoging ten opzichte van het budget uit eind mei 2008 met € 160 miljoen lieten zien, het gebrek aan vertrouwen dat in het management van Silpro was ontstaan en het maar blijven uitstellen van het sluiten van de belangrijkste contracten, was de slagingskans van het project zo goed als nihil geworden. Solon heeft haar investeringen in Silpro per 6 oktober 2008 wijselijk bevroren en toen PPT/EDF vervolgens op 15 oktober 2008 terugkwam op het eerder door Van Wijk geuite commitment dat Sol Holding zou financieren als de banken het niet zouden doen en daarvoor een duidelijke commitment van Econcern vroeg, heeft Van Wijk zelf geconstateerd dat dit niet mogelijk was. Zonder dit commitment van Econcern zou PPT/EDF niet meer in Silpro investeren en was het project dus ten dode opgeschreven.

12.10 Het is onbegrijpelijk dat Econcern in de periode van 4 april tot en met 27 juni 2008, een periode waarin duidelijk was dat de mogelijkheid van het verkrijgen van een financiering voor Silpro volstrekt ongewis was, een bedrag van € 4,6 miljoen en vervolgens in de periode van 13 oktober tot en met 20 november 2008, toen het project in feite ten dode was opgeschreven, nog eens afgerond € 16,9 miljoen heeft verstrekt. Er zijn geen documenten aangetroffen waaruit blijkt dat door Econcern een deugdelijke risicoafweging is gemaakt op grond waarvan zij heeft besloten om in de gegeven zeer onzekere omstandigheden in Silpro te blijven investeren.

12.11 Het heeft er veel van weg dat het bestuur van Econcern tegen beter weten in heeft geïnvesteerd en in ieder geval tegen beter weten in is blijven investeren in Silpro. Van Wijk heeft in juli 2007 nota bene een toezegging gedaan die hij niet gestand kon doen, waardoor hij PPT wist te bewegen om te blijven investeren in Silpro (totaal € 17,5 miljoen in 2007 en 2008). Als die toezegging niet was gedaan, dan zou de verdere ontwikkeling van Silpro hoogstwaarschijnlijk in juli 2007 zijn gestopt. Econcern en Sol Holding hadden immers niet de middelen om Silpro zonder de hulp van PPT te financieren. PPT was een belangrijke partner, niet alleen omdat zij financieel bijdroeg aan Silpro, maar ook omdat het een dochtervennootschap was van EDF, het Franse energiebedrijf. Dat maakte het aantrekken van investeerders aantrekkelijker. EDF zelf was ook een belangrijke toekomstige investeerder in het project. In de eerste prognoses is zij als zodanig ook meegenomen.

12.12 Tekenend is dat zelfs na de aankondiging van PPT op 15 oktober 2008 dat zij bij gebreke van de benodigde financiële commitment van Econcern niet door zou gaan met Silpro, Econcern tegen beter weten in door is gegaan met het project. Terwijl Van Wijk al had geconstateerd dat de benodigde commitment

van Econcern niet gegeven zou kunnen worden, heeft Econcern geprobeerd om PPT aan het lijntje te houden. Econcern en PPT hebben nadien nog eens vele miljoenen (Econcern afgerond € 9,0 en PPT € 1,4) in Silpro geïnvesteerd. Econcern heeft dus nog fors geïnvesteerd in Silpro, terwijl zij wist dat de voor het slagen van Silpro benodigde toekomstige financiering vanuit Econcern niet verstrekt zou kunnen worden en Silpro ten dode was opgeschreven.

12.13 Saillant is dat toen Epskamp zijn verbazing naar Van Wijk had uitgesproken over de forse investering van Econcern in Silpro in 2008 terwijl de bouwwerkzaamheden nog maar net waren gestart en hij aan Van Wijk had gevraagd hoe Silpro dan gefinancierd zou moeten worden, Van Wijk hem heeft medegedeeld: “*Daar ben jij dus voor.*”⁸⁶

12.14 De RvB van Econcern schuwde ook niet om de RvC en de banken meerdere keren en op essentiële punten niet juist c.q. onvolledig in te lichten over de werkelijke gang van zaken binnen Silpro, over de door West LB geëiste garantstelling van Econcern en de steeds groter wordende investeringen die Econcern in Silpro zou moeten doen.

12.15 Zoals vele andere kapitaalintensieve projecten binnen Econcern, kan ook het Silpro-project onderscheiden worden in een pre-financial-close fase (“**Fase I**”) en een past-financial-close fase (“**Fase II**”). In Fase I zijn het met name de aandeelhouders die risicodragend zullen moeten investeren. In Silpro betrof dat de totale kosten van Fase I minus de lening van Evergreen van € 30 miljoen. Die investering moet als verloren worden beschouwd als geen financial close tot stand komt en Fase II dus nooit intreedt. Adequaat risk management vereist dus dat de focus niet alleen – zelfs niet primair – gericht

⁸⁶ Verslag van het gesprek tussen curatoren en Epskamp op 7 december 2010, § 3.9.

is op de totale aandeelhoudersinvestering in het gehele project indien het gerealiseerd wordt – en dat was wel waar het in de prognoses binnen Econcern steeds om ging – maar met name ook op de aandeelhoudersinvestering in (alleen) Fase I omdat dat bedrag volledig ‘at risk’ is zolang er geen financial close wordt bereikt. Op geen enkel moment in de periode 2006–2008 is er een adequate analyse gemaakt van (i) de voor Fase I benodigde investering, (ii) de kans dat er geen financial close gerealiseerd zou kunnen worden en (iii) of de voor Fase I benodigde aandeelhoudersinvestering wel verantwoord was gegeven de altijd aanwezige kans dat er *geen* financial close tot stand komt. Dit klemmt temeer gelet op het uitgangspunt waarmee Econcern in 2006 het project begonnen is: geen ‘cash out’ vanuit Econcern. Besluit men op enig moment – zoals in februari 2007 – dat uitgangspunt te verlaten dan is zo’n analyse onontbeerlijk om een verantwoorde investeringsbeslissing te kunnen nemen. Omgekeerd leidt dat tot de conclusie dat de investering van € 30,7 miljoen die in 2007 en 2008 door Econcern gedaan is – zonder dat daar een deugdelijke analyse zoals hier bedoeld aan ten grondslag lag – onverantwoord was. Voor de gehele € 30,7 miljoen heeft Econcern niets aan waarde terug ontvangen; het gehele bedrag kan als verloren worden beschouwd.

13. Blue Chip Energy

- 13.1 Blue Chip Energy is op 1 juli 2006 opgericht te Güssing, Oostenrijk. Blue Chip Energy was ten tijde van de inbreng in Sol Holding eind 2007 een fabriek in Güssing in aanbouw voor de productie van zonnecellen.
- 13.2 Naast Sol Holding, die 75% van de aandelen hield in Blue Chip Energy, hield WFE Energy Development GmbH in Salzburg 25% van de aandelen in Blue

Chip Energy. Het bestuur van Blue Chip Energy bestond uit Wolfgang Weidinger (sinds 1 juli 2006) en Rainer Stowasser (sinds 1 september 2007). Voorts is er in september 2008 een zogenaamde Raad van Advies (vergelijkbaar met de Nederlandse RvC) ingesteld bestaande uit vertegenwoordigers van Econcern (Jacometti), Solon (Krupke) en een belangrijke kredietverstrekker, I-Sol Ventures (Voigt). De invloed van Econcern/ Wouters op Blue Chip Energy was beperkt.

- 13.3 Er is op 16 februari 2007 een overeenkomst met Schmid Technology GmbH (hierna: 'Schmid') gesloten inzake de turnkey oplevering aan Blue Chip Energy van de fabriek voor een aanneemsom van afgerond € 37 miljoen. Geconcludeerd kan worden dat deze fabriek aanzienlijk kleiner was dan die van Silpro, waarvan de totale investeringskosten uiteindelijk op € 820 miljoen waren geraamd. Het is ook gelet hierop merkwaardig dat de waardes van BCE en Silpro in de waarderingsrapporten van W+ST en PKF eind 2007 niet ver uiteenlagen (€ 98,6 miljoen versus € 136,5 miljoen).
- 13.4 De start van de bouw van de fabriek was gepland in mei 2007 en de oplevering werd verwacht op 18 maart 2008. De afname van de productie van Blue Chip Energy was geregeld in een overeenkomst van 31 juli 2006, gesloten tussen Blue Chip Energy, Solon en WFE Energy Development GmbH (die voor 25% medeaandeelhouder is in Blue Chip Energy).
- 13.5 Na oplevering van de fabriek in 2008 is gebleken dat de efficiency van de geproduceerde zonnecellen tegenviel. Schmid is vervolgens aansprakelijk gesteld voor de door BCE geleden schade, zo is in de RvC vergadering van Sol Holding van 15 februari 2009 genotuleerd. In de notulen van RvC vergadering van Econcern van 5 maart 2009 is opgenomen dat Blue Chip

Energy verkocht zou worden. Blue Chip Energy is echter eind juli 2011 ook failliet gegaan.

Hoofdstuk 19 BMCH

1. Inleiding

- 1.1 Ecoventures heeft BioMethanol Chemie Holding B.V. ("**BMCH**") op 13 oktober 2006 opgericht. BMCH heeft ten doel de productie van, de handel in en de distributie van (bio)methanol en soortgelijke en daarvan afgeleide chemische producten.

2. Aandelen transacties

- 2.1 De diverse mutaties in het aandelenkapitaal in BMCH kunnen schematisch als volgt worden weergegeven:

Econcern											
Samenvatting mutaties aandelen BMCH											
		<i>eco ventures</i>	<i>eco ventures</i>	<i>NOM</i>	<i>NOM</i>	<i>Distri</i>	<i>Distri</i>	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>	<i>Tejin</i>	
		<i>B</i>	<i>Z</i>	<i>B</i>	<i>Z</i>	<i>B</i>	<i>Z</i>	<i>A</i>	<i>Z</i>	<i>B</i>	<i>Totaal</i>
Gestort aandelenkapitaal											
13-10-06	oprichting	61.630									61.630
31-10-06	uitgifte		616	15.580	156	7.790	78	15.000	150		39.370
1-11-06	transfer	-25.200								25.200	-
Stand 31-12-2006		36.430	616	15.580	156	7.790	78	15.000	150	25.200	101.000
		36%	1%	15%	0%	8%	0%	15%	0%	25%	100%
8-10-07	uitgifte	12.625								4.208	16.833
31-12-07	transfer	7.790	78			-7.790	-78				
Stand 31-12-2007		56.845	694	15.580	156	-	-	15.000	150	29.408	117.833
		48%	1%	13%	0%	0%	0%	13%	0%	25%	100%
		<i>eco ventures</i>	<i>eco ventures</i>	<i>NOM</i>	<i>NOM</i>	<i>Distri</i>	<i>Distri</i>	<i>Invest</i>	<i>Invest</i>	<i>Tejin</i>	
		<i>B</i>	<i>Z</i>	<i>B</i>	<i>Z</i>	<i>B</i>	<i>Z</i>	<i>A</i>	<i>Z</i>	<i>B</i>	<i>Totaal</i>
Gestort agio											
13-10-06	oprichting										-
31-10-06	uitgifte	17.437.754		4.984.264		2.492.132					24.914.150
1-11-06	transfer	-7.130.154								7.130.154	-
Stand 31-12-2006 en 2007		10.307.600	-	4.984.264	-	2.492.132	-	-	-	7.130.154	24.914.150
		41%	0%	20%	0%	10%	0%	0%	0%	29%	100%
Totaal gestort op aandelen											
31-12-06		10.344.030	616	4.999.844	156	2.499.922	78	15.000	150	7.155.354	25.015.150
31-12-07		10.364.445	694	4.999.844	156	2.492.132	-	15.000	150	7.159.562	25.031.983

Deze mutaties worden hierna op hoofdlijnen nader toegelicht.

- 2.2 Bij notariële akte van 31 oktober 2006 zijn aandelen in het kapitaal van BMCH aan N.V. NOM, Investerings- en Ontwikkelingsmaatschappij Noord-Nederland ("NOM"), Distri Beheer 21 C.V.A. ("Distri Beheer") en Chemie Invest B.V. ("Invest") uitgegeven. Naast de aandelen die Ecoventures reeds bij de oprichting van BMCH verkreeg, verkreeg zij op 31 oktober 2006, 6.163 aandelen Z. In deze akte wordt vermeld dat partijen een aandeelhoudersovereenkomst zullen aangaan.
- 2.3 Op 30 oktober 2006 is inderdaad (al) een aandeelhoudersovereenkomst gesloten tussen Invest, Ecoventures, NOM, Distri Beheer en BMCH. Partijen zijn overeenkomen dat het Ecoventures was toegestaan om maximaal 420.463 aandelen B aan een derde partij te verkopen zonder toepassing van de blokkeringsregeling. De investering is in de RvB vergadering van Econcern d.d. 30 oktober 2006 goedgekeurd.
- 2.4 Bij Sale and Purchase Agreement van 2 november 2006 zijn BMCH enerzijds en Dynea Nederland Holding B.V., DSM Nederland B.V. en Akzo Nobel Base Chemicals B.V. anderzijds overeengekomen dat BMCH alle aandelen zou verkrijgen in het kapitaal van Dynea Chemie B.V., MCN Houdstermaatschappij B.V. en MCN Holding B.V. voor in totaal € 26 miljoen.
- 2.5 De hiervoor in § 2.4 genoemde koopsom van € 26 miljoen en de doorstart van de operationele activiteiten werden door de aandeelhouders deels met kapitaal en deels met achtergestelde leningen gefinancierd, zoals blijkt uit het volgende overzicht:

	#	%	Total amounts payed on Shares	Loans (I, II and III)
Shares B: Ecoventures	616.300	61,02%	€ 17.499.383,70	€ 8.500.000
NOM	155.800	15,43%	€ 4.999.844,20	€ 1.000.000
Distri Beheer	77.900	7,71%	€ 2.499.922,10	€ 500.000
Shares Z: Ecoventures	6.163	0,61%	€ 616,30	
NOM	1.558	0,15%	€ 155,80	
Distri Beheer	779	0,08%	€ 77,90	
Invest	1.500	0,15%	€ 150,00	
Shares A: Invest	150.000	14,85%	€ 15.000,00	
Total	1.010.000	100,00%	€ 25.015.150,00	€ 10.000.000

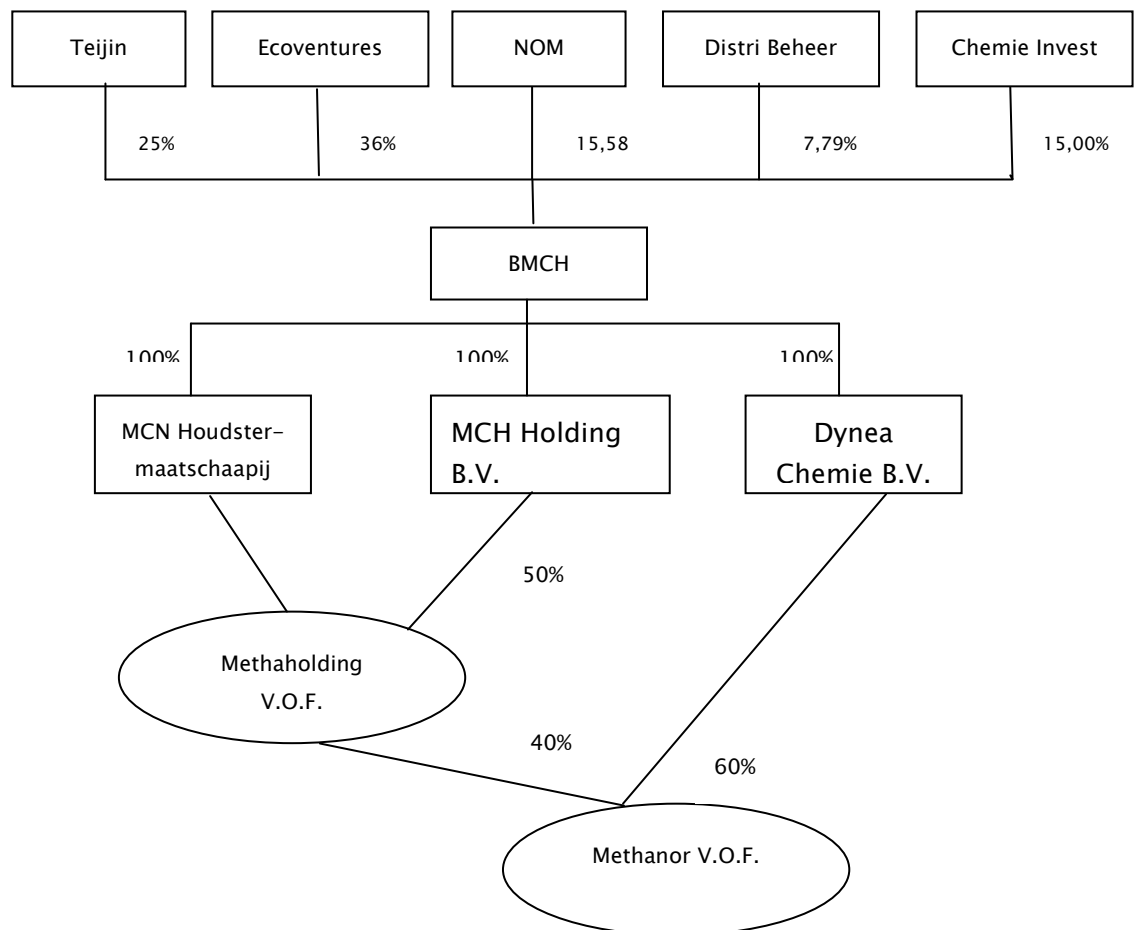
=====

In § 8 zal nader worden ingegaan op de financiering en leningpositie van BMCH.

2.6 Op 1 november 2006 zijn Ecoventures en Econcern enerzijds en Teijin Limited (“**Teijin**”) anderzijds overeengekomen dat Ecoventures 252.500 aandelen B in het kapitaal van BMCH aan Teijin zou overdragen voor een prijs van € 15 miljoen; een en ander zoals reeds besloten in de vergadering van de RvB d.d. 30 oktober 2006 (zie § 2.3 met dien verstande dat in die vergadering nog werd uitgegaan van een door Teijin te betalen koopsom van € 13,273 miljoen. Die koopsom was uiteindelijk € 15 miljoen). Dit komt neer op een belang van 25% in BMCH.

2.7 Reeds op 6 oktober 2006, dus vóór de daadwerkelijke oprichting van BMCH, hebben Teijin, Ecoventures, Econcern, BioMethanol Chemie Nederland B.V. (i.o.) en BMCH (i.o.) een geheimhoudingsverklaring ondertekend in het kader van – onder meer – een mogelijke participatie van Teijin in BMCH.

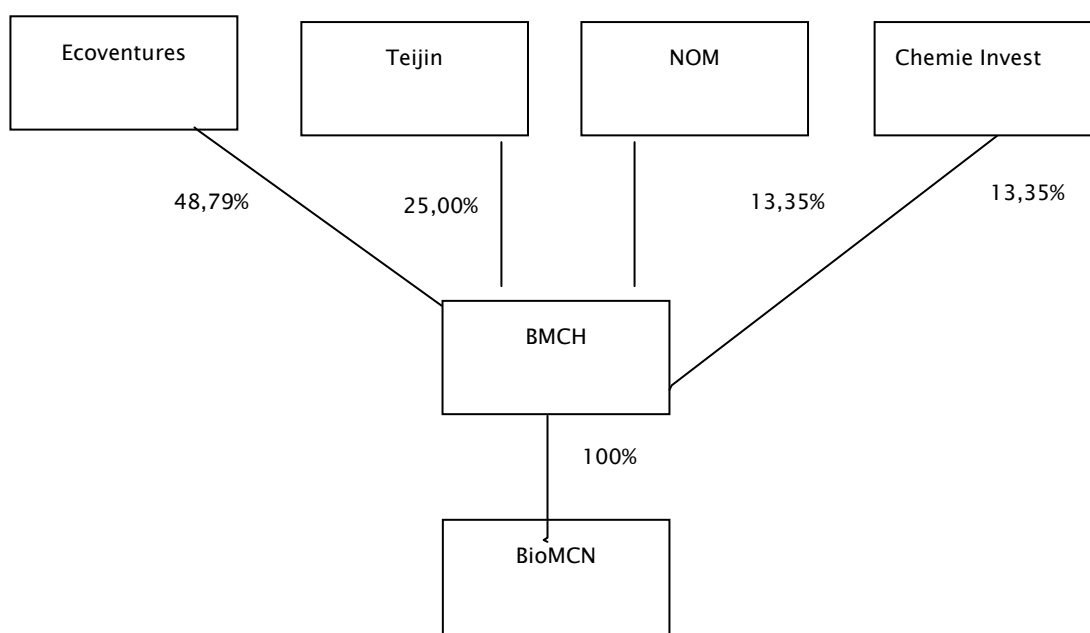
2.8 Bovenstaande transacties hebben ultimo 2006 de volgende structuur opgeleverd:



Uit een interne notitie van 24 mei 2007 blijkt dat het voornemen bestond om MCH Houdstermaatschappij, MCH Holding B.V., Dynea Chemie B.V. alsmede de twee vennootschappen onder firma te laten fuseren tot Biomethanol Chemie Nederland B.V. Aan dit voornemen is ook uitvoering gegeven. De nieuwe structuur wordt hierna in § 3.1 weergegeven.

3. Aandelenoverdracht van Distri Beheer aan Ecoventures en uitgifte in 2008

- 3.1 Op 31 december 2007 heeft Distri Beheer de door haar gehouden aandelen in het kapitaal van BMCH overgedragen aan Ecoventures. Eveneens zijn op 31 december 2007 126.250 aandelen aan Ecoventures uitgegeven en 42.083 aandelen aan Teijin. Ultimo 2007 was de aandelenverhouding als volgt:



- 3.2 Op 29 mei 2008 werden vervolgens 168.333 aandelen B uitgegeven aan Ecoventures.

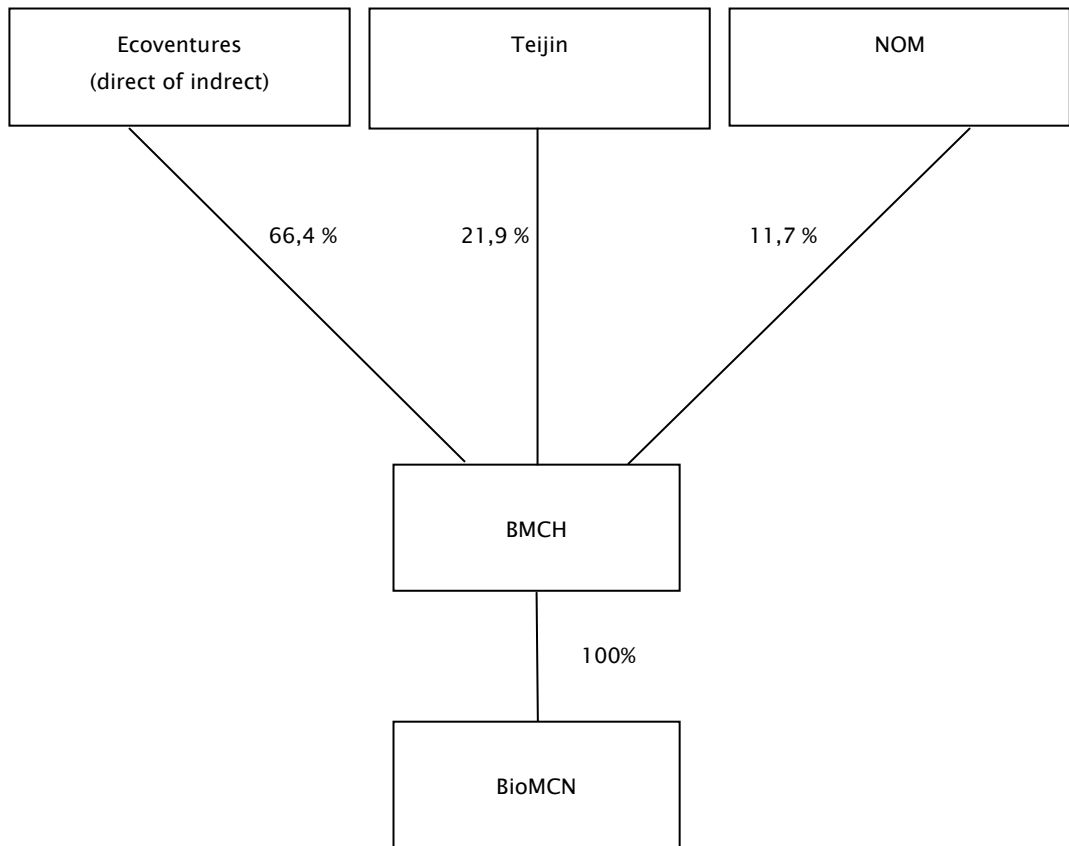
4. Aandelenoverdracht van Chemie Invest aan Ecoventures

- 4.1 Uit de presentatie van de RvB van Econcern d.d. augustus 2008 blijkt dat op dat moment is voorgesteld om het aandelenbelang van Chemie Invest te kopen. Econcern zou in dat kader aan Hamm en Van der Vight, via Allchemix B.V. aandeelhouders in Chemie Invest (samen met Wendelin B.V., een vennootschap van Sieb Doorn) met ingang van 1 april 2008 een

managementovereenkomst aanbieden en in ruil voor hun aandelenbelang in BMCH, certificaten in Econcern aan hen overdragen. Ook Wendelin zou worden uitgekocht. Uit de laatste pagina van deze presentatie blijkt dat BMCH in augustus 2008 is gewaardeerd op € 150 miljoen. Aan deze waardering ligt geen waarderingsrapport ten grondslag. De RvB van Econcern heeft op verzoek van het financieel management op 15 oktober 2008 de volgende verklaring ondertekend:

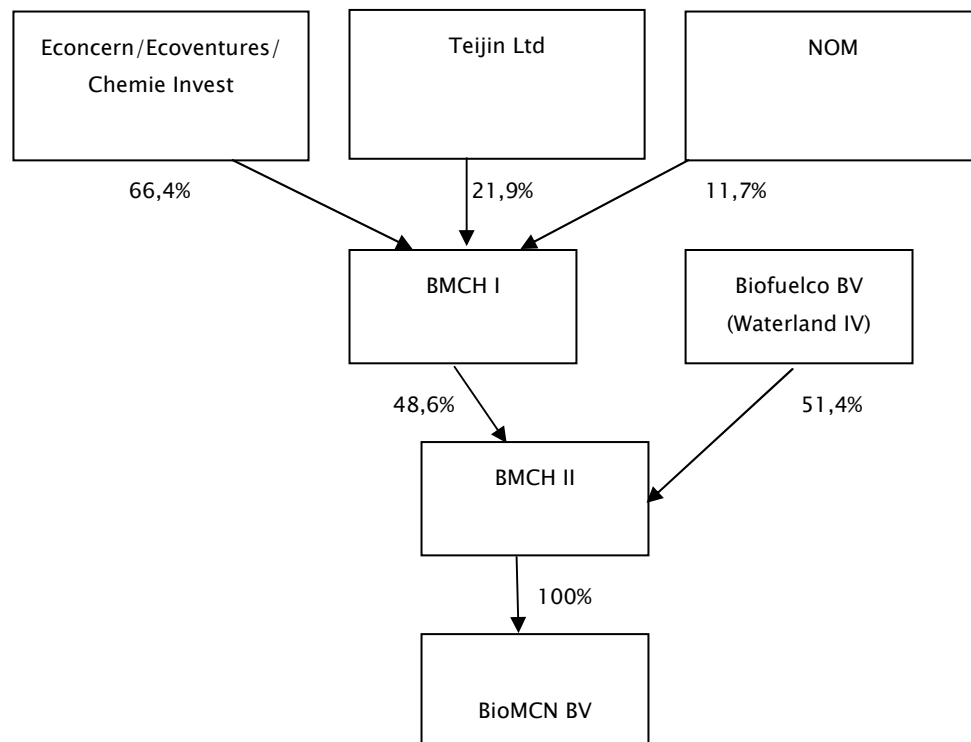
“The related goodwill still has to be allocated to the serveral acquisitions based upon the valuations according to the presentation. The goodwill primarily relates to BMCH where the acquisition valuation (EUR 150 million) exceeds the basis for the current valuation (EUR 60 million). The higher amount is primarily a result of the test with the trial bio plant which was concluded successfully. Econcern Board is convinced the higher valuation will be proven in 2 transactions which are expected to be closed in the fourth quarter of 2008 (Sale of part of assets, gaz transaction).”

- 4.2 Als gevolg van deze transactie en de uitgifte van 168.333 aandelen B aan Econcern was de aandeelhoudersstructuur per 1 januari 2009 als volgt:



- 4.3 Vervolgens is in maart 2009 Waterland Private Equity Fund IV (“Waterland”) benaderd om als investeerder in BioMCN toe te treden. In het memo d.d. 2 maart 2009 van de RvB van Econcern aan de RvC van Econcern is als reden voor het aantrekken van de nieuwe financiering genoemd het feit dat BioMCN door de kredietcrisis geen bankfinanciering kon aantrekken. Het memo vermeldt dat er een financiering benodigd zou zijn van € 30 miljoen; Econcern en de andere aandeelhouders waren niet in staat om de benodigde € 30 miljoen te verstekken. Waterland heeft toen voor een bedrag van € 36 miljoen een belang van 51,4% in BioMCN verkregen. Er is daadwerkelijk € 33 miljoen betaald; de resterende € 3 miljoen is slechts onder bepaalde voorwaarden – waaraan nog niet is voldaan – verschuldigd.

4.4 Deze participatie leidde tot de volgende structuur:



5. Businessplan

5.1 Van het “Methanor Newco, Financial Business Plan and Financial Analyses, 5–Year forecast” zijn meerdere versies c.q. updates beschikbaar. In de versie van 4 augustus 2006 wordt uitgegaan van het volgende income statement.

Income statement

Values x K€	5-year forecast				
	1st year ¹	2nd year	3th year	4th year	5th year
<u>Sales Revenues</u>					
Green Methanol	37.496	81.000	151.200	252.875	267.750
Black Methanol	35.002	26.640	36.000	25.500	27.000
Total revenues	72.498	107.640	187.200	278.375	294.750
Operating result (EBITDA)	614	19.679	53.656	89.796	95.899
Net income	-11.236	13.584	36.706	64.170	68.805

- 5.2 In de update van 8 november 2006 zijn de prognoses als volgt naar boven bijgesteld.

Income statement

Values x K€	5-year forecast				
	1st year	2nd year	3th year	4th year	5th year
<u>Sales Revenues</u>					
Green Methanol	26.250	90.000	199.500	325.125	344.250
Black Methanol	108.750	40.500	40.500	28.688	30.375
Total revenues	135.000	130.500	240.000	353.813	374.625
Operating result (EBITDA)	24.703	35.211	92.907	147.696	157.336
Net income	15.095	22.726	66.571	108.208	115.532

- 5.3 In de versie van 4 augustus 2006 is uitgegaan van een niveau van investeringen van in totaal € 55 miljoen waarvan € 40 miljoen in 2007 en € 15 miljoen in 2008. In de versie van 8 november 2006 is uitgegaan van investeringen van in totaal € 41 miljoen waarvan € 26 miljoen in 2007 en € 15 miljoen in 2008.

¹ Er wordt niet vermeld welk jaar het '1st year' is; er wordt aangenomen dat dit 2007 betreft.

- 5.4 In de versie van 4 augustus 2006 is uitgegaan van een “total capital requirement” van € 37 miljoen in 2007 en € 1,5 miljoen in 2008. In het jaar daarna is een dividendstroom ten gunste van de aandeelhouders geprognosticeerd van € 31,4 miljoen in 2009, € 56,6 miljoen in 2010 en € 71,5 miljoen in 2011. De exitwaarde in 2012 is begroot op € 371,4 miljoen.
- 5.5 In de versie van 8 november 2006 is alleen voor 2007 een capital requirement geprognosticeerd van € 19 miljoen, terwijl in de jaren daarna dividendstromen zijn geprognosticeerd van € 13,2 miljoen in 2008, € 56,7 miljoen in 2009, € 98,2 miljoen in 2010 en € 117,1 miljoen in 2011, met een exitwaarde in 2012 van ruim € 610 miljoen.
- 5.6 In de update van 5 september 2007 zijn de prognoses door het management van BMCH als volgt naar beneden bijgesteld:

Income statement

Values x K€	5-year forecast				
	2007	2008	2009	2010	2011
Sales Revenues					
Green Methanol	800	13.850	117.500	159.600	344.250
Black Methanol	79.021	91.925	36.725	0	0
Total revenues	79.821	113.175	154.225	159.600	168.192
Operating result (EBITDA)	-815	7.256	52.522	56.351	63.117

- 5.7 De in november 2007 opgestelde Sustain Calculaties over de periode 2007 tot en met 2011 zijn als volgt:

EUR'000	2007	2008	2009	2010	2011
Turnover	72.250	130.500	240.000	353.813	374.625
EBITDA	3.438	35.211	92.907	147.696	157.336
Profit after tax	(429)	21.075	63.773	104.441	111.606

- 5.8 De investeringen zijn in het BP 2008 – 2012 begroot op € 41 miljoen in 2007 en € 15 miljoen in 2008. Voorts is een dividendstroom geprognosticeerd van nihil in 2007, € 13,2 miljoen in 2008, € 56,7 miljoen in 2009, € 98,2 miljoen in 2010 en € 110 miljoen in 2011.

- 5.9 De over de periode 2007 tot en met 2011 daadwerkelijk gerealiseerde cijfers zien er als volgt uit:

€ x 1.000,-		2007	2008	2009	2010	2011
Turnover		101.500	84.700	53.600	114.500	113.000
EBITDA		9.100	-14.400	-26.500	-9.300	-10.232
Net results		2.600	-15.900	-21.000	-14.700	-23.200
Investments		3.400	25.800	25.400	0.400	7.100

- 5.10 Een analyse van de prognoses die in het BP 2008 – 2012 zijn opgenomen en de daadwerkelijk gerealiseerde omzetten en resultaten leidt tot het volgende overzicht:

	BP 2008 – 2012	Realisatie		BP 2008 – 2012	Realisatie
EUR	2007	2007		2008	2008
Omzet	72 miljoen	102 miljoen		130 miljoen	85 miljoen
EBITDA	3 miljoen	8 miljoen		35 miljoen	-/- 16 miljoen
Resultaat voor VPB	nihil	4 miljoen		28 miljoen	-/- 20 miljoen

- 5.11 In de projecties van het BP 2008 – 2012 is ten aanzien van BMCH voorts een aan te trekken middellange financiering ad € 29 miljoen opgenomen: € 9 miljoen te verstrekken door Ecoventures en € 20 miljoen door externe financiers. Deze laatste financiering is echter geheel door Econcern ingevuld, zoals hierna uit § 8 zal blijken.
- 5.12 Daar komt nog bij dat de RvB van BMCH op grond van haar eigen geaccordeerde budget /5 jaarplan 2007 – 2011 voor 2008 is uitgegaan van een EBITDA van € 7,2. De jaarrekening 2008 van BMCH vermeldt een omzet van € 84 miljoen en verlies van € 20 miljoen (voor belastingen).
- 5.13 Dat de (financiële) situatie bij BMCH niet rooskleurig was, volgt ook uit de notulen van de vergadering van de Audit Committee d.d. 26 januari 2009 en uit de notulen van de RvC vergadering d.d. 29 januari 2009.

6. Financiering en leningenpositie BMCH

- 6.1 Het verloop van de financiering van BMCH door aandeelhouders gedurende de jaren 2006 tot en met 2008 blijkt uit onderstaand overzicht:

	<i>Aandelen- kapitaal</i>	<i>Agio Econcern</i>	<i>Achter- gestelde lening Econcern</i>	<i>Agio Overigen</i>	<i>Achter- gestelde lening Overigen</i>	<i>Eigen Vermogen</i>
Stand 1 januari 2006	100					
Stortingen 2006		17.400		7.500		24.900
Opgenomen financiering 2006			4.250		750	5.000
Stand 31 december 2006	100	17.400	4.250	7.500	750	29.900
Opgenomen financiering 2007			4.750		250	
Stand 31 december 2007	100	17.400	9.000	7.500	1.000	29.900
Opgenomen financiering 2008			18.750		1.250	
Stand 31 december 2008	100	17.400	27.750	7.500	2.250	29.900

6.2 Ultimo februari 2009 was de leningpositie van Econcern in relatie tot BMCH als volgt:

- € 9 miljoen verstrekt als achtergestelde lening in 2006 en 2007;
- € 18,75 miljoen verstrekt als achtergestelde lening in 2008;
- € 3,75 miljoen verstrekt als achtergestelde lening in februari 2009.

6.3 Daarnaast had Econcern een garantie afgegeven van € 7,5 miljoen (die niet is getrokken).

6.4 Voorts heeft Econcern voor € 17,5 miljoen aandelenkapitaal en agio aan BMCH verschaft. Daartegenover stond een opbrengst in verband met de verkoop van 252.500 aandelen B aan Teijin van € 15 miljoen.

6.5 De totale netto-investering van Econcern in BMCH bedraagt derhalve € 34 miljoen.

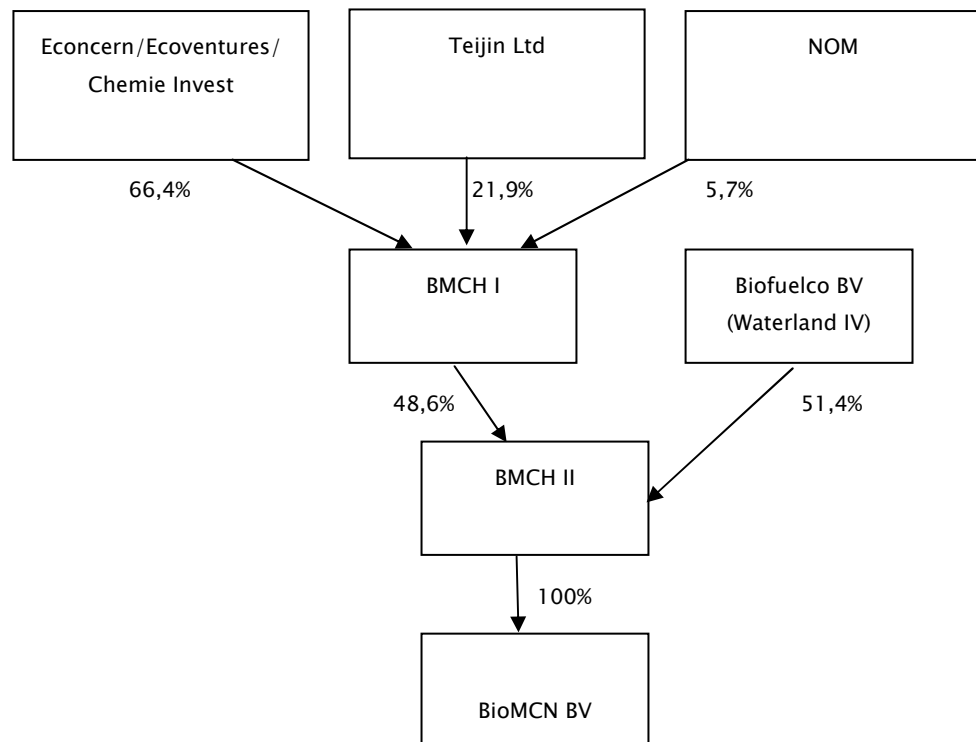
7. Operationele gang van zaken in de jaren 2007 en 2008

- 7.1 Als gevolg van gunstige marktomstandigheden (hoge prijzen voor grijze methanol) is BMCH erin geslaagd het boekjaar 2007 af te sluiten met een netto-winst van ruim € 2,5 miljoen. De omzet bedroeg € 101,5 miljoen en de EBITDA € 4,9 miljoen.
- 7.2 In 2008 waren de marktomstandigheden ten aanzien van grijze methanol minder gunstig. De omzet bedroeg in dat jaar € 84,7 miljoen, de EBITDA € 19,7 miljoen negatief en het netto resultaat € 15,9 miljoen negatief.
- 7.3 Vermeld zij dat ultimo 2011 slechts in de eerste van de twee beoogde productielijnen geïnvesteerd is en dat het bedrag van de investering in die lijn met ruim € 50 miljoen veel hoger ligt dan in het oorspronkelijke businessplan en in het BP 2008 – 2012 begroot.
- 7.4 De operationele leiding was het grootste deel van 2007 en geheel 2008 in handen van Voncken (CEO) en Witvoet (CFO). Het toezicht op de directie vond plaats door een raad van commissarissen bestaande uit Van Wijk, Hamm, Scheffers en Runneboom.

8. Transactie met Waterland

- 8.1 Gelet op de operationele verliezen in 2008 en de voorziene operationele verliezen in de eerste helft van 2009, gecombineerd met de nog voorziene substantiële investeringen in 2009 en het feit dat Ecoventures als gevolg van de financiële problemen van Econcern niet langer in staat was die verliezen c.q. investeringen te financieren, ontstond in februari 2009 de acute

noodzaak een nieuwe investeerder c.q. aandeelhouder te vinden teneinde een faillissement van BMCH en BioMCN af te wenden. Een en ander heeft uiteindelijk geleid tot een transactie op 5 maart 2009 met Waterland (een private equity fonds), als gevolg waarvan Waterland een (indirect) belang van 51,4% ging houden in BioMCN waartegenover een inbreng van kapitaal van € 36 miljoen stond (waarmee de aandelen BioMCN derhalve in totaal op € 70 miljoen gewaardeerd werden). Na deze transactie was de aandeelhoudersstructuur als volgt:



- 8.2 Dit was ook de aandeelhoudersstructuur ten tijde van de faillietverklaring van Econcern en Econventures in juni 2009. Gedurende het faillissement zijn nieuwe wijzigingen in de aandeelhoudersstructuur opgetreden die verband hielden met additionele kapitaalstortingen van met name Waterland. In het kader van een onderzoek naar de oorzaken van het faillissement van

Econcern zijn die wijzigingen niet van belang zodat zij hier verder onbesproken zullen blijven.

9. Verslaggeving Econcern

- 9.1 In Hoofdstuk 3 (Verslaggeving) is uiteengezet dat BMCH – waarin Econcern ultimo 2007 een belang van 49% aanhield – door Econcern niet is geconsolideerd. Het kapitaalbelang in BMCH is als “participation” onder de financial fixed assets verantwoord in de (geconsolideerde) balans. De individuele activa en passiva alsmede de resultaten van BMCH zijn niet in de geconsolideerde jaarrekening van Econcern verwerkt. ‘Slechts’ de fair value van het aangehouden kapitaalbelang in BMCH en de hiermee verbandhoudende ongerealiseerde waardeinstijgingen zijn in de geconsolideerde balans en geconsolideerde winst- en verliesrekening verantwoord. Ultimo 2007 ging het om een bedrag van € 29 miljoen (de waardering van BMCH als participations in de geconsolideerde balans, Jaarrekening 2007, p.71) en over het boekjaar 2007 om een bedrag van € 3,7 miljoen als ongerealiseerde winst. Inzake het boekjaar 2006 ging het om een bedrag van € 22 miljoen (waardering balans) en € 11,6 miljoen (ongerealiseerde winst).
- 9.2 Omdat BMCH in 2006 en 2007 was aan te merken als een groepsmaatschappij en het door Econcern in BMCH gehouden belang niet slechts werd aangehouden om te vervreemden, had Econcern vanaf het moment dat zij het belang in BMCH verwierf moeten meeconsolideren in haar jaarrekening.

- 9.3 Door dit niet te doen is het eigen vermogen van Econcern in de jaarrekening 2006 tot een bedrag van € 18,1 miljoen te hoog voorgesteld.
- De resultaten van Econcern over 2006 zijn tot een bedrag van € 11,6 miljoen te hoog voorgesteld. Voor 2007 geldt dat het eigen vermogen van Econcern tot een bedrag van € 21 miljoen te hoog is voorgesteld omdat Econcern het kapitaalbelang in BMCH tegen fair value waardeerde. De resultaten van Econcern over 2007 zijn inzake BMCH tot een bedrag van € 2,5 miljoen te hoog voorgesteld.
- 9.4 Hiervoor is aangegeven dat Econcern ten onrechte in het boekjaar 2006 een bedrag van € 11,6 miljoen aan ongerealiseerde winst in het kader van BMCH heeft verwerkt. Daarnaast heeft Econcern ten onrechte een bedrag van € 6,215 miljoen als gerealiseerde boekwinst in haar resultaat over 2006 verantwoord, zoals is toegelicht in hoofdstuk 3 (Verslaggeving).
- 9.5 De hiervoor genoemde in 2006 ten onrechte verantwoorde ongerealiseerde en gerealiseerde boekwinsten zijn de resultante van de opboeking van de fair value van het door Econcern in BMCH gehouden aandelenbelang van 36,63% (na effectuering Teijin deal) naar € 22 miljoen (zijnde 36,63% van € 60 miljoen). Het bedrag van € 60 miljoen is door Econcern gebaseerd op de koopsom van € 15 miljoen die Teijin betaalde voor haar 25%-belang (zie hiervoor ook § 2.9). De herwaardering is in 2007 eveneens gebaseerd op de in 2007 gehanteerde transactiepreizen bij de aandelendeals in dat boekjaar en de relatieve belangen die Econcern voor en na die deals aanhield in BMCH.
- 9.6 De verkoop van het gedeeltelijke kapitaalbelang in BMCH door Econcern aan Teijin in november 2006 is onlosmakelijk verbonden met de aankoop van het

belang door Econcern in BMCH (tot 61,63%). Dat er sprake is van een verbonden transactie blijkt uit de volgende feiten en omstandigheden:

- In de oprichtingsakte d.d. 13 oktober 2006 van BMCH is reeds bepaald onder welke omstandigheden de blokkeringsregeling niet van toepassing is.
- In de aandeelhoudersovereenkomst d.d. 30 oktober 2006 is overeengekomen dat Ecoventures haar aandelen aan een derde kan overdragen ter beperking van haar investering;
- In de notulen van de vergadering van de raad van bestuur d.d. 30 oktober 2006 wordt besproken dat de investering van € 17,5 miljoen in BMCH wordt goedgekeurd onder de voorwaarde dat 25% van de door Ecoventures in het kapitaal van BMCH gehouden aandelen aan Teijin konden worden verkocht voor € 13,273 miljoen;
- Deze overdracht van aandelen aan Teijin is reeds op 1 november 2006 overeengekomen, terwijl Ecoventures de aandelen op 13 oktober 2006 verkreeg bij de oprichting van BMCH.
- Nog voor de daadwerkelijke oprichting van BMCH is op 6 oktober 2006 een geheimhoudingsverklaring ondertekend in het kader van – onder meer – de participatie van Teijin in BMCH;
- (Pas) na de toetreding van Teijin in BMCH op 1 november 2006 kocht BMCH op 2 november 2006 de ondernemingen.

9.7 De opboeking van de fair value van het door Econcern in BMCH gehouden aandelenbelang van 36,63% (na effectuering Tejin deal) naar € 22 miljoen (zijnde 36,63% van € 60 miljoen) is dan ook ten onrechte in de jaarrekening 2006 verwerkt. De verkoop van Teijin was immers onlosmakelijk verbonden met de aankoop van het belang door Econcern in BMCH (tot 61,63%). Om die

reden dienen deze twee aandelentransacties in onderling verband te worden gezien en is er geen sprake van een boekwinst op de doorverkoop van de aandelen door Econcern aan Teijin, die via de winst- en verliesrekening wordt verantwoord, zoals in de jaarrekening 2006 van Econcern is gedaan. Er is geen sprake van een gerealiseerd transactieresultaat. Het resultaat van Econcern over 2006 is uit hoofde van deze transactie voor een bedrag van € 6,215 miljoen te hoog weergegeven.

1. Inleiding

- 1.1 Ecostream was leverancier en installateur/aannemer van duurzame zonne-energiesystemen, die “groene” elektriciteit produceren. De systemen waren bestemd voor zowel de zakelijke markt als voor particuliere eindgebruikers en werden turn-key of los geleverd. Ecostream was vooral actief in de landen: Zwitserland, Nederland, België, Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje. De in- en verkoop van de systemen werd gecentraliseerd en vond plaats vanuit Zwitserland.

2. Bestuur

- 2.1 Binnen de RvB van Econcern was Van der Leun verantwoordelijk voor Ecostream. Steven Pleging was sinds mei 2005 CEO van Ecostream. Pleging was daarvoor CEO van Philips Solar. Omstreeks begin 2008 werd David Tuohy managing director naast Pleging. Hij rapporteerde aan Pleging.
- 2.2 In 2007 is op het niveau van Ecostream een raad van commissarissen gevormd bestaande uit Van Wijk, Van der Leun, Wouters, Bruneau, Herman Brenninkmeijer en Blokhuis.¹

¹ Jaarrekening 2007 van Econcern, p. 27.

3. Activiteiten van Ecostream

3.1 De core business van Ecostream was de handel en dienstverlening in duurzame zonne-energiesystemen, de zogenaamde: solar PV systems (de systemen). PV staat voor: Photovoltaic. Photovoltaics is een methode, waarbij zonnestraling met behulp van semiconductoren wordt omgezet in elektriciteit. Daarbij wordt gebruik gemaakt van zonnepanelen, waarvan de cellen photovoltaicmateriaal bevatten in de vorm van bijvoorbeeld silicium. Ecostream leverde de systemen met alle benodigde diensten om de systemen geïnstalleerd en operationeel te krijgen. De klanten varieerden van huiseigenaren en boeren tot bouwbedrijven, projectontwikkelaars, installatie- en energiebedrijven.

4. Analyse BP 2008 – 2012

4.1 In het BP 2008 – 2012 worden de volgende meerjaren prognoses vermeld:

Ecostream BP 2008 –2012					
(€ miljoen)	2008	2009	2010	2011	2012
Omzet	371	614	1.033	1.481	2.046
EBITDA	14	33	69	116	171
Resultaat voor belasting	10	28	63	111	170

4.2 In hoofdstuk 7 (Analyse Financiële Projecties BP 2008 – 2012) is uiteengezet dat ten aanzien van Ecostream over 2007 al sprake is van een forse afwijking van de projecties zoals opgenomen in het BP 2008 – 2012 en de daadwerkelijk gerealiseerde omzetten en resultaten:

Ecostream			
Projecties sustain versus realisatie			
Bedragen x € 1.000			
	<i>Projecties Sustain 2007</i>	<i>Realisatie 2007</i>	<i>Afwijking 2007</i>
Omzet	200.000	144.000	-56.000
Resultaat voor VPB	900	-11.800	-12.700
EBITDA	4.900	-7.400	-12.300

4.3 De over 2007 door Econcern in haar totaliteit gerealiseerde omzetten vielen ten opzichte van de prognoses voor 2007 zwaar tegen. Er was sprake van € 190 miljoen minder gerealiseerde omzet over 2007 op een in het BP 2008 – 2012 (gedateerd november 2007) geprognosticeerde omzet 2007 van € 401 miljoen.

4.4 In hoofdstuk 7 (Analyse Financiële Projecties BP 2008 – 2012) is toegelicht dat voor Ecostream voor het jaar 2008 een brutomarge ad € 45 miljoen was geprojecteerd in de Sustain Calculaties. Uiteindelijk is slechts een brutomarge ad € 11 miljoen gerealiseerd in het boekjaar 2008. Er was dus ten aanzien van Ecostream sprake van een negatieve afwijking in de brutomarge ad € 34 miljoen.

De ontwikkeling van de brutomarge van Ecostream in 2008 was negatief ten opzichte van de projecties in het BP 2008 – 2012 in tweeërlei opzicht:

- Enerzijds bleef de gerealiseerde omzet ver achter bij de geprojecteerde omzet over 2008 (gerealiseerde omzet € 170 miljoen

en geprojecteerde omzet € 371 miljoen; een afwijking derhalve van € 201 miljoen – in procenten: –/– 55%);

- Anderzijds werd in 2008 slechts een relatieve marge op de verkopen gerealiseerd van 6% versus de 12%-brutowinstmarge die in het BP 2008 – 2012 werd geprognoseerd.

4.5 Deze twee aspecten hadden in absolute bedragen de volgende uitwerking op de brutowinst van Ecostream over 2008:

Ecostream		
Realisatie versus Sustain – marge		
Achterblijvende omzet 2008	-201.000.000	
Geprognoseerd margepercentage	12%	
		€ -24.000.000
Gerealiseerde omzet 2008	170.000.000	
Achterblijvend margepercentage	-6%	
		<u>€ -10.000.000</u>
Afwijking realisatie versus Sustain 2008 (afgerond)		<u><u>€ -34.000.000</u></u>

4.6 Uit de jaarrekening 2007 van Econcern, de door Econcern uitgebrachte kwartaal-rapportages en haar overige rapportages blijkt dat er bij de RvB goed zicht was op de tegenvallende prestaties van Ecostream. Bij de RvB was in ieder geval vanaf medio 2007 bekend dat Ecostream telkens achterliep op haar prognoses.

4.7 Gedurende 2008 verbeterden de resultaten van Ecostream niet. In de forecast d.d. 25 augustus 2008 worden de oorspronkelijke projecties voor wat betreft Ecostream naar beneden bijgesteld, met name vanwege het doorrekenen van

de achterblijvende cijfers over het eerste half jaar. Dit betekende dat de omzet over geheel 2008 werd bijgesteld naar € 260 miljoen (in plaats van € 374 miljoen) en de EBITDA werd bijgesteld naar € 6 miljoen (in plaats van € 16 miljoen). Het resultaat werd op nihil gesteld (in plaats van € 11 miljoen).

- 4.8 In januari 2009 heeft Econcern haar budgetten nogmaals herzien. De gebudgetteerde omzet 2009 voor Ecostream werd vastgesteld op € 274 miljoen terwijl in het BP 2008 – 2012 nog uit werd gegaan van een omzet van € 613 miljoen. Daarnaast werd er uitgegaan van een EBITDA van € 17 miljoen ten opzichte van een in het BP 2008 – 2012 geprognosticeerde EBITDA van € 33 miljoen.
- 4.9 Voorts blijkt dat bij de RvB vanaf begin 2007 bekend was dat de omzet- en resultaatontwikkelingen binnen Ecostream ver achterliepen op de gebudgetteerde cijfers. Gedurende geheel 2007 en 2008 bleef dit het geval: over 2007 werd uiteindelijk een omzet van € 144 miljoen gerealiseerd terwijl in de Sustain Calculaties, die ten grondslag lagen aan het BP 2008 – 2012 nog werd uitgegaan van een omzet van € 200 miljoen. Voor het jaar 2008 is de afwijking nog groter: er werd in het BP 2008 – 2012 uitgegaan van een omzet van € 371 miljoen terwijl er uiteindelijk slechts een omzet van € 170 miljoen werd gerealiseerd; derhalve slechts 46% van de geprognosticeerde omzet.
- 4.10 Een zelfde vergelijking kan worden gemaakt voor het resultaat voor belasting (in 2007 geprognosticeerd € 0,9 miljoen positief terwijl er een resultaat van € 11,8 miljoen negatief werd gerealiseerd; een afwijking van € 12,7 miljoen; voor 2008 gaat het om een afwijking van € 38 miljoen negatief (€ 10 miljoen

budget en € 28 miljoen negatief gerealiseerd)).

4.11 Nu er sprake was van dergelijke aanzienlijke afwijkingen van de werkelijkheid ten opzichte van het budget, dringt de vraag zich op hoe deze grote verschillen hebben kunnen ontstaan. Op welke wijze is het budget voor Ecostream tot stand gekomen? Was men qua budget (steeds) veel te optimistisch of was er sprake van onverwachte ontwikkelingen die men realiter niet had kunnen voorzien? Hiervoor is al aangegeven dat bij de RvB en de RvC in ieder geval bekend was dat deze enorme verschillen zich voordeden en zij leken de oorzaak te zoeken in de te optimistische budgetten van het management van Ecostream.

4.12 In de administratie van Econcern is echter een e-mail aangetroffen van Rebel d.d. 12 maart 2008 waarin het budget van Ecostream, dat ten grondslag lag aan de Sustain Calculaties, aan de orde kwam. Rebel schreef daarover het volgende:

"By the way I tried to call you about your question on the budget Ecostream. I thought you knew the situation that we as Ecostream presented a budgetplan to Kees, which (was) too far off from the long term plan used for Sustain. We had to add 100 Mio of Revenue to our budget. That is what we did. We have not attempted to copy the whole Businessplan. I do not have the sustain plan available, but I assume that our margin is also 10 Mio lower."

4.13 De totstandkoming van de prognoses die voor wat betreft Ecostream zijn opgenomen in het BP 2008 – 2012 is ook aan de orde gekomen in de gesprekken die curatoren met Pleging, Van Wylick en Tuohy hebben gevoerd.

4.14 De verklaringen van Pleging, Tuohy en Van Wylick ondersteunen de inhoud van de hiervoor genoemde e-mail van Rebel. Het komt erop neer dat er vanuit de RvB van Econcern grote druk werd uitgeoefend om de budgetten in vergaande mate in positieve zin aan te passen zonder dat daarbij werd beoordeeld of die budgetten wel haalbaar waren. Daar komt nog bij dat bij de RvB al voor de totstandkoming van het BP 2008 – 2012 bekend was dat de in de Sustain Calculaties opgenomen projecties voor 2007 bij lange na niet gerealiseerd konden worden. Desondanks zijn de projecties voor het jaar 2007 niet aangepast. Dat geldt eveneens voor de projecties voor het jaar 2008. Al vrij snel werd bekend dat die evenmin zouden worden gehaald en dat er sprake was van aanzienlijke negatieve afwijkingen ten opzichte van deze projecties. Zoals in hoofdstuk 7 (Analyse Financiële Projecties BP 2008 – 2012), § 2.1.2, is vermeld heeft Econcern echter verzuimd om haar potentiële investeerders door middel van een Latest Estimate 2007 te informeren over de daadwerkelijke performance van Econcern in het algemeen en van Ecostream in het bijzonder.

5. RvC vergaderingen

- 5.1 Tijdens de vergaderingen van de RvC is telkens gesproken over de slechte performance van Ecostream.
- 5.2 Ondanks de tegenvallende resultaten van Ecostream bleef binnen de RvC het vertrouwen in de activiteiten van Ecostream groot, zo blijkt uit de notulen van de vergadering d.d. 10 oktober 2007, waarbij het BP 2008 – 2012 werd besproken. De notulen van de RvC vergadering van 21 november 2007 vermelden zelfs een sterke stijging van de binnen Ecostream gerealiseerde omzetten.

- 5.3 In de RvC vergadering van 1 september 2008 werd het project Cappuccino goedgekeurd; het betrof de voorgenomen acquisitie van een beursgenoteerde Duitse Solar company om Ecostream te versterken. De RvC van Econcern werd overigens in de vergadering van 19 december 2008 geïnformeerd over het feit dat deze acquisitie geen doorgang heeft gevonden. In diezelfde vergadering is eveneens aan de orde gekomen dat Ecostream een aanzienlijk verlies had geleden. Dat werd door de Audit Committee (mede) aangegrepen om erop te wijzen dat er een beter budgetteringsproces zou moeten worden opgesteld.
- 5.4 Ook in 2009 bleef Ecostream binnen de RvC onderwerp van gesprek. Zo kwam in de vergadering van 29 januari 2009 het verlies van Ecostream aan de orde.
- 5.5 De conclusie luidt dan ook dat ook bij de RvC in ieder geval vanaf medio 2007 bekend was dat de resultaten van Ecostream fors achterliepen ten opzichte van het budget. Desondanks zijn er in het BP 2008 – 2012 zeer optimistische prognoses ten aanzien van Ecostream opgenomen terwijl bij zowel de RvB als de RvC bekend was dat Ecostream deze prognoses nimmer kon verwezenlijken. Evenmin heeft de RvC reden gezien om de gegevens, zoals opgenomen in het BP 2008 – 2012, nadien aan te passen. De RvC heeft hierop evenmin aangedrongen, terwijl dit wel op haar weg had gelegen.

6. Risk management en inkoopverplichtingen

- 6.1 Uit de gesprekken tussen curatoren enerzijds en Tuohy en Van Wylick volgt dat binnen Ecostream sprake was van gebrekkig risk management.

7. Inkoopcontracten Solland, First Solar en Ubbink

7.1 Omdat de markt voor de systemen sterk groeide, bestond volgens Ecostream een tekort aan grondstoffen en systemen. In deze schaarste wenste Ecostream te voorzien door middel van lange termijn inkoopcontracten met Solland, First Solar en Ubbink en het opzetten van een eigen fabriek voor de productie van silicium.

7.2 Hierna wordt in § 8 nader ingegaan op de marktontwikkelingen van de solar sector. Er zal dan ook worden bekeken of het sluiten van de hiervoor genoemde lange termijn contracten in het belang van Ecostream was.

8. Marktanalyse Solar sector 2005–2008

8.1 Inleiding

8.1.1 De solar sector kende in de periode 2005–2008 een groot tekort aan silicium, de grondstof van zonnecellen. De waardeketen reageerde hierop met lange inkoop- en verkoopcontracten ten behoeve van de financiering van de benodigde productiecapaciteit. Ook veel installatiebedrijven hadden dergelijke inkoopcontracten. De inkoopcontracten van Ecostream zijn in 2007 en 2008 afgesloten. In 2009 ontstonden overschotten in de solar waardeketen. De analyse in deze paragraaf geeft geen oordeel over de omvang van de contracten in relatie tot de business plannen van Ecostream.

8.1.2 Voor bedrijven als Ecostream was toegang tot modules een groot probleem. Ecostream had in die tijd een chronisch tekort aan modules en kocht modules op de spot-markt. Niet alleen verdampte hierdoor veel marge

omdat de prijzen erg volatiel waren, dit leidde ook tot kwaliteitsproblemen omdat de herkomst niet altijd adequaat vastgesteld kon worden.

- 8.1.3 Als reactie daarop sloten zowel de fabrikanten van cellen en modules als installateurs rechtstreeks contracten af met silicium producenten in de hoop grondstoffen voor zichzelf veilig te stellen.

8.2 Langlopende contracten waren gebruikelijk in 2007 en 2008

- 8.2.1 In de periode 2007–2008 zijn er veel partijen geweest die langlopende fixed price contracten hebben afgesloten (onder meer REC, Moser Baer, Photovoltech en Solland Solar).
- 8.2.2 Sinds 2009 hebben veel afnemers de langlopende inkoopcontracten heronderhandeld, vaak met grote betalingen tot gevolg. Ecostream is er in 2009 ook in geslaagd de inkoopcontracten te heronderhandelen, als onderdeel van de poging tot herfinanciering.
- 8.2.3 De inschatting toentertijd was dat zowel First Solar als Solland financieel gezonde, technologisch geavanceerde bedrijven waren. Het risico van het niet nakomen van de contractuele verplichtingen van First Solar of Solland was beperkt. In het ergste geval ontstond een inkooprisico op reeds gecontracteerde projecten indien de leveringen niet plaats zouden vinden.

8.3 Conclusie ten aanzien van de langlopende contracten

- 8.3.1 Tot medio 2009 was er een chronisch tekort aan grondstoffen in de solar waardeketen. Ecostream heeft een marktconforme strategie gevoerd door

lange termijn inkoopcontracten af te sluiten, zonder dat daar verkopen tegenover stonden. In het commentaar op het concept-onderzoeksrapport van Rabobank d.d. 10 oktober 2013 wordt opgemerkt dat de RvC – anders dan bij het aangaan van het oorspronkelijke contract met First Solar uit 2007 – niet over het herziene contract met First Solar uit 2008 is geïnformeerd. Dat had wel moeten aldus Rabobank. Rabobank heeft daaraan toegevoegd:

“Al met al heeft het bekend worden van het herziene take or pay-contract met First Solar, met name vanwege de omvang van de verplichtingen, een onoverkoombare situatie opgeleverd voor de aandeelhouders, omdat het tegen de achtergrond van de financiële crisis die ondertussen in de wereld was uitgebroken duidelijk was geworden dat de prijzen voor zonnepanelen aan het dalen waren en de vraag ernaar afnam.”

8.3.2 De structuur van de contracten is in lijn met andere contracten die First Solar en andere marktpartijen afsloten. Ook ten tijde van het afsluiten van de contracten in 2008 waren er nog andere partijen die dat deden.

8.3.3 Deze strategie was risicovol bij sneller dalende prijzen van modules dan contractueel vastgelegd. Door de snel dalende prijzen miste Ecostream, net als veel andere afnemers, marge en stonden de resultaten onder druk. Sinds 2009 hebben afnemers de inkoopcontracten heronderhandeld.

9. Conclusies

9.1 Het opzetten van een internationale divisie op het gebied van duurzame zonne-energie was mede ingegeven door het vooruitzicht van langdurige marktgroei in Europa en wereldwijd met 30 tot 40% per jaar en de invoering in diverse landen van energiesubsidies en/of andere incentives.

- 9.2 Een belangrijke risicofactor was de schaarste in aanbod van grondstoffen en andere producten, waarmee de systemen werden vervaardigd. Ecostream heeft hierop ingespeeld door het aangaan van langdurige inkoopcontracten, waarbij jarenlange verplichtingen werden aangegaan tot koop van grote volumes tegen vooraf vastgestelde prijzen met leveranciers zoals Solland, First Solar en Ubbink. Ook zou zij met partners een siliciumfabriek in Frankrijk ontwikkelen (Silpro).
- 9.3 Zowel in 2007 als in 2008 bleef de gerealiseerde omzet sterk achter op de prognoses. De RvB gaf de zeer algemene verklaringen dat er vertraging zou zijn ontstaan in het sluiten en uitvoeren van contracten met betrekking tot projecten in Spanje, Italië en de USA. Men was zich bewust van de – zeker ten opzichte van het budget – slechte resultaten, maar dat werd geweten aan het te optimistisch budgetteren door het management van Ecostream.
- 9.4 Naar buiten toe werden via de jaarrekening 2007 en het BP 2008 – 2012 de resultaten over het algemeen positief voorgesteld en bleef men uitstralen een groot vertrouwen te houden in de toekomst, de markt en in resultaatsverbetering, terwijl bij zowel de RvB als de RvC van Econcern in ieder geval vanaf medio 2007 bekend was dat de geprognosticeerde omzet door Ecostream niet zou worden gerealiseerd. Desondanks zijn er in het BP 2008 – 2012 ten aanzien van Ecostream omzetten en resultaten geprognosticeerd die niet als reëel kunnen worden gekwalificeerd, waarbij vanuit de RvB van Econcern druk op het management van Ecostream werd uitgeoefend om het reeds zeer optimistische budget van 2008 van circa € 270 miljoen met nog eens € 100 miljoen te verhogen tot € 371 miljoen. De uiteindelijke realisatie over 2008 bedroeg € 170 miljoen.

9.5 Opmerkelijk is dat de operationele kosten 2008 met circa € 20 miljoen² nagenoeg gelijk waren aan het budget van € 19,5 miljoen, terwijl de omzet met € 170 miljoen minder dan 46% bedroeg van de gebudgetteerde omzet van € 371 miljoen. Dit toont aan dat Econcern bij een sterk achterblijvende omzet niet in staat was om ook haar kosten substantieel naar beneden te brengen. Er was door Econcern derhalve een organisatie neergezet die geënt was op veel te optimistische prognoses ten aanzien van de te realiseren omzetten, hetgeen de RvB van Econcern ook bekend was.

² Dat is exclusief de voorziening ten aanzien van de vordering op Globasol.

1. Inleiding

- 1.1 Vanaf 2006 ontwikkelde Econcern activiteiten op het gebied van carbon credits. In dat kader heeft Econcern op 7 december 2006 OneCarbon B.V. opgericht.
- 1.2 In juni 2008 waren bij OneCarbon meer dan 100 werknemers in dienst; ten tijde van het faillissement van Econcern waren dat er 77. In juni 2008 beschikte OneCarbon over 12 kantoren in 10 landen. OneCarbon was in juni 2008 voornemens om € 100 miljoen aan gelden van externe partijen aan te trekken. Overigens blijkt uit Sustain Calculaties die ten grondslag hebben gelegen aan het BP 2008 – 2012 dat ten aanzien van OneCarbon slechts is uitgegaan van een financieringsbehoefte van € 2 miljoen ultimo 2008.

2. Bestuur en organisatie OneCarbon

- 2.1 Het bestuur van OneCarbon werd gevormd door Ecoventures. Ecoventures hield eveneens alle aandelen in OneCarbon. Econcern heeft op 16 mei 2007 een verklaring ex artikel 2:403 lid 1 sub f BW bij de Kamer van Koophandel gedeponneerd waarin Econcern zich hoofdelijk heeft verbonden voor alle schulden voortvloeiende uit rechtshandelingen vanaf de datum van oprichting van OneCarbon, zijnde 7 december 2006.
- 2.2 Op 15 mei 2007 heeft OneCarbon ((indirect) vertegenwoordigd door Van Wijk en Van der Leun) een volmacht afgegeven aan Bode om OneCarbon te

vertegenwoordigen. Bode trad op als CEO. Haverkamp was de controller van OneCarbon.

3. Financiële gegevens; OneCarbon in het BP 2008 – 2012

3.1 Uit de consolidatiestaten 2007 en 2008 (die aansluiten op de jaarrekening 2007 en de concept-jaarrekening 2008 van Econcern) blijken de volgende gegevens:

bedragen X € 1000	<i>Realisatie 2008</i>	<i>Realisatie 2007</i>
Omzet	27	40
Mutatie onderhanden werk	1.465	1.340
	1.492	1.380
Ongerealiseerde waardeinstijgingen	10.011	4.428
	11.503	5.808
Directe kosten	-50	1.752
<i>Brutomarge</i>	<i>11.553</i>	<i>4.056</i>
Personeelskosten	4.774	1.393
Doorbelaste holdingkosten	2.707	474
Overige operationele kosten	1.928	690
<i>Totaal bedrijfskosten</i>	<i>9.409</i>	<i>2.557</i>
EBITDA	2.144	1.499
Afschrijvingen	258	63
Bedrijfsresultaat (EBIT)	<i>1.886</i>	<i>1.436</i>
Interest	-805	-147
Resultaat voor belastingen	1.081	1.289
Belastingen	-251	-294
<i>Resultaat na Belastingen</i>	<i>830</i>	<i>995</i>

3.2 Uit bovenstaand overzicht blijkt dat de omzet over 2007 € 40.000,- bedroeg. Een bedrag van € 4,4 miljoen is als ongerealiseerde herwaardering als bate via de winst- en verliesrekening 2007 verantwoord (een en ander zoals

toegelicht in het overzicht in hoofdstuk 3 (Verslaggeving)). De kosten bedroegen in 2007 € 2,5 miljoen, terwijl vrijwel geen omzet werd gerealiseerd.

3.3 In 2008 is een omzet van € 27.000,- gerealiseerd. Ter zake van de herwaardering van de carbon credits is in 2008 een bedrag van € 10 miljoen als bate via de winst- en verliesrekening verantwoord (een en ander zoals toegelicht in het overzicht in hoofdstuk 3, § 3.6). De kosten bedroegen in 2008 € 9,4 miljoen, terwijl vrijwel geen omzet werd gerealiseerd.

3.4 In het BP 2008 – 2012 zijn ten aanzien van OneCarbon de volgende financiële projecties opgenomen:

OneCarbon	Unit	2008	2009	2010	2011	2012
CER volume	M Tonne	7.3	13.4	19.4	27.0	32.5
VER volume	M Tonne	1.7	3.2	4.6	6.6	8.0
Total revenues	€ M	69	146	222	328	431
Net result	€ M	13	29	45	66	92

3.5 Van belang is nog dat de in dit overzicht genoemde total revenues daadwerkelijke externe omzet/sales betreffen en dus geen herwaarderingen van de carbon credits naar fair value (die zouden worden gerapporteerd in de post 'other revenues') bevatten.

3.6 Voor OneCarbon was in het BP 2008–2012 voor het jaar 2008 een brutomarge ad € 29 miljoen geprojecteerd. Uiteindelijk is een brutomarge van ruim € 11 miljoen verantwoord in het boekjaar 2008, een negatieve afwijking in de brutomarge derhalve ad € 18 miljoen. In de over boekjaar 2008 verantwoorde brutomarge is echter een bedrag ad € 10 miljoen aan

ongerealiseerde waardestijging van de carbon credits naar fair value begrepen. Feitelijk is er derhalve slechts € 1 miljoen marge over 2008 gerealiseerd en bedroeg de afwijking ten opzichte van het BP 2008 –2012 € 28 miljoen.

- 3.7 Zoals hiervoor verwoord, is voor 2008 een omzet van € 69 miljoen geprognosticeerd. Uiteindelijk is een omzet van slechts € 1,5 miljoen daadwerkelijk gerealiseerd. Hieruit wordt geconcludeerd dat in 2008 vrijwel geen transacties hebben plaatsgevonden. Er was dus sprake van een enorme afwijking van de in het BP 2008– 2012 opgenomen geprognosticeerde volumes.

4. Financiering van OneCarbon en ontwikkelingen 2008 – 2009

- 4.1 Door Bode is op 22 mei 2008 een notitie ten behoeve van de RvB van Econcern geschreven over de financiering van OneCarbon waarin wordt aangegeven dat er een grote investeerder zou moeten worden gezocht voor One Carbon. Uiteindelijk heeft er geen externe partij in One Carbon geïnvesteerd.
- 4.2 Overigens blijkt niet dat in het BP 2008 – 2012 rekening is gehouden met een financieringsbehoefte van OneCarbon. Immers, uit Sustain Calculaties die ten grondslag hebben gelegen aan het BP 2008 – 2012 blijkt dat er ten aanzien van OneCarbon slechts is uitgegaan van een financieringsbehoefte van € 2 miljoen ultimo 2008. Het is wel de vraag in hoeverre de gecalculeerde financieringsbehoefte in het BP 2008 – 2012 voldoende was om de beoogde groei van OneCarbon te financieren.

- 4.3 Tijdens de vergadering van de RvB d.d. 28 juli 2008 is besloten om – gezien de snelle groei van de activiteiten van OneCarbon – deze activiteiten onder te brengen in een aparte business unit.

5. Verslaggeving

- 5.1 In hoofdstuk 3 (Verslaggeving) is uiteengezet dat verantwoording van de activiteiten van OneCarbon in de jaarrekening 2007 van Econcern werd verwerkt onder de post voorraden verantwoorde “portfolio of carbon credits”. De emissierechten werden gewaardeerd tegen fair value.
- 5.2 In hoofdstuk 3 (Verslaggeving) is toegelicht dat deze wijze van verwerking in strijd is met Dutch GAAP. Voorraden konden slechts worden gewaardeerd tegen de inkooprijzen voor de emissierechten zoals die golden op de inkoopmarkt op 31 december 2007; waardering tegen de verkrijgingsprijs (fair value) was niet toegestaan.
- 5.3 Bovendien bezat Econcern op de balansdatum 31 december 2007 geen emissierechten maar had zij slechts in- en verkoopcontracten inzake toekomstige aan- en verkopen; van een voorraad emissierechten was derhalve geen sprake.
- 5.4 De presentatie van de carbon credits werd in de concept-jaarrekening 2008 gewijzigd ten opzichte van de verwerking in de jaarrekening 2007. Dit is uitgewerkt in hoofdstuk 3 (Verslaggeving). Ook de in die concept-jaarrekening door Econcern gehanteerde waarderingsgrondslagen en verwerkingswijze ten aanzien van carbon credits zijn echter niet in overeenstemming met Dutch GAAP. Econcern heeft derhalve haar vermogen

en de resultaten in de jaarrekening 2007 en de concept-jaarrekening 2008 te hoog verantwoord.

6. Risicoprofiel OneCarbon

6.1 In de vergadering van de RvC d.d. 28 maart 2008 is het risicoprofiel van de activiteiten van OneCarbon aan de orde gekomen. Er werd geconcludeerd dat “the financial exposure” beperkt is.

6.2 Het risico dat Econcern liep als gevolg van de activiteiten van OneCarbon is ook aan de orde geweest in het telefoongesprek dat namens curatoren op 16 februari 2012 met de heer J.W. Bode is gevoerd. In het door hem goedgekeurde en van commentaar voorziene gespreksverslag is het volgende opgenomen:

“3.8 *Naast de CCD en OPD beschikte OneCarbon per mei 2009 over circa 25 à 30 AVT (ik kan de precieze getallen niet meer herinneren) (“Added Value Trading”) contracten. Hierbij ging het om de verplichting van OneCarbon om CC's die in de toekomst ontstonden tegen een vastgestelde prijs te kopen, waarbij de verantwoordelijkheden van OneCarbon tevens bestonden uit het proberen om de projecten geregistreerd te krijgen bij de UNFCCC. Indien de marktprijs van de CC's daalt zou het een slechte deal zijn voor OneCarbon, een risico wat gehedged werd door deals met handelspartijen (zie para 3.9). Steeg deze prijs echter, dan zou OneCarbon een mooie marge kunnen realiseren. Vanwege de enorme bedragen en het risico dat OneCarbon hiermee liep, stelde Bode al snel vast dat OneCarbon met deze activiteit Econcern in haar geheel*

kon omtrekken, als het risico niet goed gemanaged werd. Het was dan ook mede daarom dat deze risico's continue in beeld waren bij management OneCarbon en Econcern en voor het grootste deel (met uitzondering van de risk strip) afgedekt waren tot 0.

3.9 Vanwege het hiervoor geschetste risico werd de exposure in de trading portfolio (ten aanzien van de AVT contracten) afgedekt door eerst twee partijen en later en één partij; te weten Merrill Lynch en Vitol.“

6.3 Of het inderdaad zo was dat OneCarbon – bij tegenvallende resultaten – Econcern (in de woorden van Bode) kon omtrekken is lastig te beoordelen. Wel is het zo dat – indien het management van OneCarbon contracten met derden afsloot die niet werden afgedekt – het financiële risico dat Econcern liep aanzienlijk was.