

## **De verkoop van Attero**

Reconstructie van de betrokkenheid van de provincies  
Limburg en Noord-Brabant

ISBN: 978-90-8768-049-7

## Inhoudsopgave

1	Over dit onderzoek	4
1.1	Aanleiding	4
1.2	Doelstelling en aanpak	4
2	Conclusies en aanbevelingen, reactie Gedeputeerde Staten en nawoord Zuidelijke Rekenkamer	8
2.1	Conclusies	8
2.1.1	Opzet en uitvoering	8
2.1.2	De waardering en de verkoop	8
2.1.3	De timing en het tempo	9
2.1.4	De betrokkenheid van Provinciale Staten	10
2.1.5	Verslaglegging en archivering	11
2.2	Aanbevelingen	12
2.3	Reactie Gedeputeerde Staten Limburg	14
2.4	Reactie Gedeputeerde Staten Noord-Brabant	18
2.5	Nawoord Zuidelijke Rekenkamer	23
3	De voorgeschiedenis	24
3.1	Essent Milieu	24
3.2	Strategieontwikkeling Attero	24
3.3	Juridische herstructurering	26
4	Opzet en uitvoering	28
4.1	Het betrekken van adviseurs	28
4.2	Procesarchitectuur	30
4.2.1	Protocol tot Samenwerking	30
4.2.2	Samenwerking in de praktijk	32
4.3	Toetsingskader	35
4.4	Gecontroleerde Veiling	36
5	Waardering	38
5.1	Ronde 1: niet-bindende biedingen	38
5.1.1	Waardering	39
5.1.2	Beoordeling bindende biedingen	40
5.2	Ronde 2: bindende biedingen	41
5.3	Ronde 3: Finale onderhandelingen	43
6	Timing en tempo	46
6.1	Start onderzoek naar mogelijke verkoop	46

6.2	Gekozen verkoopprocedure _____	46
6.3	Het werken met een locked box _____	47
6.4	Verkoopmoment _____	48
7	Verslaglegging en archivering _____	51
8	De rol van Provinciale Staten _____	52
8.1	Informatieverstrekking gedurende het verkoopproces _____	53
8.2	Wensen en bedenkingen _____	54
8.2.1	Behandeling van het Statenvoorstel in de provincie Limburg _____	55
8.2.2	Behandeling van het Statenvoorstel in de provincie Noord-Brabant _____	56
Bijlage 1	Afkortingen en begrippen _____	58
Bijlage 2	Geïnterviewde personen en ingehuurde deskundigheid _____	59
Bijlage 3	Beleidskader Nota deelnemingen _____	60

# 1 Over dit onderzoek

## 1.1 Aanleiding

Met de verkoop van de provinciale aandelen in afvalverwerker Attero aan Waterland eindigt medio 2014 de betrokkenheid van de provincies Limburg en Noord-Brabant bij het bedrijf. Berichten in de media over, onder andere, het uitkeren van dividenden aan de aandeelhouders in 2015 en over een vermeende doorverkoop van het bedrijf in 2016 leidden echter telkens tot vragen van Statenleden aan Gedeputeerde Staten van Limburg en Noord-Brabant (zie figuur 1).

Deze vragen hebben uiteindelijk geleid tot een verzoek van de Programmaraad van de Zuidelijke Rekenkamer om een onderzoek te doen naar het verkoopproces van Attero<sup>1</sup>. De rekenkamer besloot op 15 september 2016 om een onderzoek hiernaar in uitvoering te zullen nemen.

Figuur 1 Tijdbalk ontwikkelingen Attero na verkoop



## 1.2 Doelstelling en aanpak

De vragen die in de periode na de verkoop van Attero bij Statenleden speelden, hadden betrekking op het verkoopproces, het informeren van Provinciale Staten, de kwaliteit van de waardering en de hoogte van het verkoopbedrag.

<sup>1</sup> De Programmaraad van de Zuidelijke Rekenkamer adviseert over het werkprogramma van de rekenkamer en fungeert op verzoek voor de leden van de rekenkamer als klankbord. Provinciale Staten van Limburg en Noord-Brabant zijn elk met drie Statenleden vertegenwoordigd in de Programmaraad.

Met uitzondering van het laatste aspect gaat het hier om zaken die de rekenkamer, gegeven haar bevoegdheid, en gegeven haar onafhankelijke positie kan onderzoeken. Of de verkopende aandeelhouders er goed aan hebben gedaan om met de uiteindelijk geboden €170 miljoen voor de aandelen van Attero akkoord te gaan, is een oordeel dat niet aan de rekenkamer is. De aandeelhouders maken daar hun eigen afweging in. En de verkoopprijs is daarbij één van de acht criteria uit het voor de verkoop opgestelde toetsingskader. We komen hier in paragraaf 4.3 op terug.

### *Projectkader*

De overheid kan als aandeelhouder invloed uitoefenen op de activiteiten van een verbonden partij en daarmee sturen op de realisatie van de publieke taken en/of belangen van deze partij. De provincies Limburg en Noord-Brabant constateerden in 2009 dat afvalverwerking geen provinciale taak is, en besloten dat er geen provinciaal publiek belang meer was gediend met het deelnemen aan een afvalverwerker. Wij hebben dit besluit in ons onderzoek als een gegeven beschouwd.

Het is niet de eerste keer dat de Zuidelijke Rekenkamer de verkoop van een verbonden partij onderzoekt. In 2010 onderzochten we op verzoek van Provinciale Staten Noord-Brabant de adequaatheid van het besluitvormingsproces rondom de verkoop van Essent<sup>2</sup>. De provincie heeft naar aanleiding van dat onderzoek nieuwe beleidskaders voor deelnemingen opgesteld en vastgelegd in de 'Nota Deelnemingen'. De uitgangspunten in deze nota golden ten tijde van de opzet en uitvoering van de verkoop van Attero<sup>3</sup>. Voor het beoordelen van het verkoop- en besluitvormingsproces hebben we relevante uitgangspunten van deze nota als norm gehanteerd.

### *Doelstelling*

De rekenkamer wil met dit onderzoek inzicht bieden in de kwaliteit van het besluitvormingsproces rondom de verkoop van Attero en aanbevelingen doen ter verdere verbetering van de opzet en uitvoering van eventuele toekomstige verkopen van provinciale aandelen.

Dat hebben we gedaan door een grondige reconstructie van het volledige verkoopproces, inclusief de voorgeschiedenis, aan de hand van alle verslagen en documenten van de aandeelhouderscommissie (AHC) en de kerngroep en aan de hand van interviews met leden van de raad van bestuur en raad van commissarissen van Attero, betrokken adviseurs, gedeputeerden, ambtenaren en Statenleden en door het betrekken van onafhankelijke expert opinions bij de beoordeling van het waarderingsproces van Attero. In bijlage 2 hebben we een overzicht van alle door ons betrokken actoren opgenomen.

---

<sup>2</sup> Zuidelijke Rekenkamer (2010), Besluitvormingsproces Essent Provincie Noord-Brabant.

<sup>3</sup> In 2015 is de *Nota Deelnemingen* van de provincie Noord-Brabant, samen met de Noord-Brabantse code *Sturing in Samenwerkingsrelaties*, geactualiseerd en geïntegreerd in de nota *Samenwerkingsrelaties en Verbonden Partijen*.

### *Vraagstelling*

De centrale vraag in ons onderzoek is in hoeverre de verkoop van Attero is verlopen volgens de geldende regels en afspraken.

Om op deze vraag een antwoord te kunnen geven, hebben we de volgende deelvragen gesteld:

1. Wat was de context van de verkoop? Hoe verliep de aanloop naar het verkoopproces?
2. Hoe is het proces rondom de verkoop ingericht? Welke uitgangspunten, kaders en normen zijn gehanteerd?
3. In welke mate zijn de geldende beleidskaders tijdens de uitvoering gevolgd?
4. Hoe is de waardering van Attero verlopen? Welke methoden zijn gehanteerd? Wat was het besluitvormingsproces in de praktijk?
5. Wat was de rol van Provinciale Staten? Hoe hebben Gedeputeerde Staten hun Provinciale Staten in positie gebracht? Hoe hebben Provinciale Staten invulling gegeven aan hun kaderstellende en controlerende rollen?
6. Wat was de kwaliteit van de verslaglegging en archivering?

### *Openbaarheid*

De Provinciewet schrijft de rekenkamer voor dat haar rapporten openbaar zijn. Dat maakt het mogelijk dat de bevindingen van de rekenkamer in het openbaar kunnen worden behandeld door Provinciale Staten. In deze wet is ook de toegang van de rekenkamer tot informatie bij verbonden partijen geregeld. De wet verbiedt ons om zaken openbaar te maken die 'naar hun aard vertrouwelijk zijn' (zie kader). Hieronder vallen bedrijfsvertrouwelijke gegevens en informatie waarop door Provinciale Staten geheimhouding is afgesproken.

#### **De Provinciewet over de bevoegdheden van de provinciale rekenkamer**

##### *Onderzoeksbevoegdheden (artikel 185, lid 1-3)*

De rekenkamer heeft onder andere bevoegdheden bij naamloze vennootschappen en besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid waarvan de provincie, alleen of samen met andere provincies, meer dan vijftig procent van het geplaatste aandelenkapitaal houdt, over de jaren dat de provincie, alleen of samen met andere provincies, meer dan vijftig procent van het geplaatste aandelenkapitaal houdt.

De rekenkamer is bevoegd nadere inlichtingen in te winnen over de jaarrekeningen, daarop betrekking hebbende rapporten van hen die deze jaarrekeningen hebben gecontroleerd en overige documenten met betrekking tot die instelling die bij het provinciebestuur berusten. Indien een of meer documenten ontbreken, kan de rekenkamer van de betrokken instelling de overlegging daarvan vorderen. De rekenkamer kan bij de betrokken instelling dan wel bij de derde die de administratie in opdracht van de instelling voert, een onderzoek instellen. De rekenkamer stelt provinciale staten en gedeputeerde staten van haar voornemen een dergelijk onderzoek in te stellen in kennis.

##### *Openbaarmaking (artikel 186, lid 1 en lid 5)*

De rekenkamer legt haar bevindingen en haar oordeel vast in rapporten, met dien verstande dat hierin niet worden opgenomen gegevens en bevindingen die naar hun aard vertrouwelijk zijn.

De rapporten en de verslagen van de rekenkamer zijn openbaar.

Dat betekent dat wij in ons onderzoek enerzijds wel alles hebben kunnen inzien wat we wilden (voor zover beschikbaar), en met iedereen hebben gesproken met wie we dat wilden, zowel bij de provincie, als bij Attero, als bij de betrokken adviseurs, maar dat wij anderzijds in de verslaglegging hierover soms minder specifiek moeten zijn. Deze beperking in de mate van detaillering heeft echter op geen enkele wijze de inhoud of volledigheid van onze conclusies of aanbevelingen beïnvloed.

### *Leeswijzer*

In het hiernavolgende hoofdstuk beschrijven we onze conclusies en aanbevelingen. De conclusies hebben betrekking op vijf aspecten van het verkoopproces. Deze aspecten behandelen we in hoofdstuk vier tot en met acht. In hoofdstuk drie beschrijven we ter introductie eerst de voorgeschiedenis van de verkoop van Attero. Waar wij in dit rapport schrijven over ‘de provincie’, bedoelen we daar in beginsel zowel Limburg als Noord-Brabant mee. Bij de aandeelhouderscommissie van Attero had Noord-Brabant een groter aandeel, aangezien deze provincie de voorzitter en de secretaris leverde. Daarnaast was een ambtenaar van de provincie Noord-Brabant voorzitter van de ondersteunende ambtelijke projectgroep.

#### **Bevoegdheid Provinciale Staten**

De conclusies, aanbevelingen en bevindingen van de rekenkamer raken in algemene zin het budgetrecht en de kaderstellende en controlerende rol van Provinciale Staten.

Bij het onderzoek naar de verkoop van Attero spelen daarnaast onderstaande artikelen uit de Provinciewet een rol.

- Artikel 167 PW, lid 4: het beëindigen van een deelneming. Provinciale Staten worden in de gelegenheid gesteld wensen en bedenkingen kenbaar te maken over voorstellen tot beëindiging/vervreemding van een deelneming.
- Artikel 25: het opleggen, bekrachtigen dan wel opheffen van geheimhouding op stukken door Gedeputeerde Staten en Provinciale Staten zelf.

## **2 Conclusies en aanbevelingen, reactie Gedeputeerde Staten en nawoord Zuidelijke Rekenkamer**

### **2.1 Conclusies**

Bij de beschrijving en beoordeling van de verkoop van Attero maken we een onderscheid in vijf aspecten. We werken deze hieronder uit.

#### **2.1.1 Opzet en uitvoering**

Voor de verkoop van Attero is een proces ingericht dat in opzet en uitvoering grotendeels voldoet aan de eraan te stellen eisen. Er is een deugdelijke procesarchitectuur ingericht. Het 'Protocol tot Samenwerking' dat is opgesteld voor alle betrokken partijen bij het verkoopproces voldoet aan de voorwaarden die daarover zijn opgenomen in de Brabantse Nota Deelnemingen, die als beleidskader is gehanteerd. Het protocol bevat afspraken over de verslaglegging, maar niet over de archivering. Dat leidt tot een risico op niet-archiveren, dat we in de praktijk hebben aangetroffen (zie ook paragraaf 2.1.5).

Voor het beoordelen van de biedingen is een toetsingskader opgesteld, dat acht criteria bevat, met elk een aantal onderliggende aspecten. Bij het opstellen van het toetsingskader heeft geen weging van de criteria plaatsgevonden. Het risico daarvan is dat selectief winkelen in de criteria bij de beoordeling van de uiteindelijk ontvangen biedingen mogelijk wordt.

#### **2.1.2 De waardering en de verkoop**

Bij het bepalen van de verkoopprijs en de verhouding tussen de ondernemingswaarde en de aandeelhouderswaarde van Attero op het moment van verkoop heeft de Zuidelijke Rekenkamer geen onregelmatigheden aangetroffen. In ons onderzoek naar de verkoop van Essent concludeerden we onder andere dat Gedeputeerde Staten zich gedurende het gehele verkoopproces in een te afhankelijke positie ten opzichte van externe adviseurs en Essent bevonden. Deze conclusie trekken we nu niet, maar we zien wel ruimte voor verbetering in de bruikbaarheid van de waarderingsrapporten die in de periode voorafgaand aan het verkoopproces zijn opgesteld en in de *fairness opinion* die aan het eind van het verkoopproces is afgegeven<sup>4</sup>.

We constateren daarnaast dat de partij die verantwoordelijk was voor het advies over het verkoopproces ook degene was die een oordeel over de redelijkheid van het uiteindelijk uitgebrachte bod heeft opgesteld. Daarmee kan de onafhankelijkheid van deze waardering (de *fairness opinion*) onder druk komen te staan.

---

<sup>4</sup> Het verkooptraject volgde op een traject waarin verkend werd of Attero volledig in handen van de gemeenten kon worden gegeven. We beschrijven de omgang met Attero vanaf de verzelfstandiging in 2009 in hoofdstuk 3.



### *De waardering van Attero*

In de eerste fase van het verkoopproces heeft de financieel adviseur van Attero een indicatieve waardering van het bedrijf opgesteld volgens de *Discounted Cashflow* methode. De DCF-methode wordt over het algemeen beschouwd als bedrijfseconomisch de meest zuivere systematiek bij bedrijfsoverdrachten. In deze fase is onderscheid gemaakt tussen de ondernemingswaarde en de aandeelhouderswaarde. Vanwege de directe invloed van de omvang van de voorziening die Attero moest treffen voor de stortplaatsen op de aandeelhouderswaarde, bevatte de waardering drie scenario's (*base case*, *medium case* en *worst case*).

Naast de indicatieve waardering heeft de financieel adviseur van Attero een waardering opgesteld waarin werd uitgegaan van een 'kritische koper'. Daarbij werd gerekend met potentiële kopers die een beduidend kritischer beoordeling zouden maken van de inkomsten, de (opnieuw) aan te besteden afvalverwerkingscontracten, lopende reorganisatieplannen, elektriciteitsprijzen en de waardering van de voorziening voor de stortplaatsen. Al deze elementen tezamen zouden voor een potentiële koper kunnen leiden tot een aanzienlijke lagere aandeelhouderswaarde.

De adviseurs van de aandeelhouderscommissie hebben de waardering door de financieel adviseur van Attero beoordeeld. Ze waren van mening dat de DCF-methode de meest geschikte manier is voor een dergelijke waardering en concludeerden dat sprake was van een juiste inschatting van de ondernemingswaarde en aandeelhouderswaarde van Attero. Ze adviseerden de aandeelhouders om een richtprijs aan te houden en daarbij uit te gaan van de onderkant van de aandeelhouderswaarde bij het *base case* scenario. Op basis van deze indicatieve waardering zijn de aandeelhouders het verkoopproces gestart door potentiële kopers een Informatie Memorandum te sturen.

Nadat de adviseurs van de aandeelhouderscommissie zich in hun advies (juni 2013) hebben gericht op het *base case* scenario kwam het kritische koper scenario nauwelijks nog aan bod in de aandeelhouderscommissie.

De uiteindelijk door Waterland betaalde prijs voor de aandelen ligt aanzienlijk onder de richtprijs die de aandeelhouderscommissie had aangehouden. Wij constateren dat deze lagere prijs meer overeenkomt met de mogelijkheid waar de financieel adviseur van Attero op heeft gewezen in het scenario 'kritische koper'.

### 2.1.3 De timing en het tempo

Over de timing en het tempo van het verkooptraject is discussie mogelijk. De keuzes die hierin gedurende het verkoopproces zijn gemaakt, zijn van invloed geweest op het behaalde resultaat: de bieding van Waterland was het maximum haalbare uit de markt op dát moment, gegeven dát Attero verkocht zou worden, en gelet op het toetsingskader dat de aandeelhouderscommissie vooraf had opgesteld en gelet op de gehanteerde verkoopmethode.

In 2009 hadden de provincies al het voornemen om hun aandelen in Attero (toen nog: Essent Milieu) te verkopen. Een eerste marktverkenningproces werd afgebroken, waarna een strategische heroriëntatie en een poging om de aandelen aan de gemeenten over te dragen volgden. Toen deze overdracht niet was gelukt, vonden de provinciale aandeelhouders verder uitstel niet wenselijk. In de aandeelhouderscommissie is, naar aanleiding van eerdere adviezen van externe bureaus besproken dat het moment voor verkoop niet ideaal, of zelfs slecht zou zijn. Na een korte marktverkenning besloot de aandeelhouderscommissie tot de start van het verkoopproces. Dat was ook tegen de wens van het bedrijf zelf. Attero en zijn adviseurs wilden eerst de tijd krijgen om de bedrijfsvoering op orde te brengen en dan pas een verkoopproces op starten. Ook de vertegenwoordigers van de Noordelijke en Limburgse gemeenten in de aandeelhouderscommissie vonden dat er geen overhaaste beslissingen genomen moesten worden. Voorkomen moest worden in een tunnel te komen waarin alleen verkopen het doel was. Wij constateren dat het einde van het verkooptraject zich desondanks in zo'n tunnel heeft afgespeeld.

In de laatste fase van de verkoop is er niet voor gekozen om te overwegen om de verkoop af te blazen. In deze fase waren er nog drie partijen over, waarvan er één afviel vanwege de geboden prijs. Met de twee partijen die toen overbleven, werd verder onderhandeld. Het verkoopproces nogmaals stopzetten kon het bedrijf volgens de aandeelhouders niet worden aangedaan. Deze aanname valt te betwisten. Bestuurlijk/politiek gezien, is de aanname te begrijpen, maar vanuit financieel/bedrijfseconomisch oogpunt zou het niet ondenkbaar zijn geweest de verkoop uit te stellen, en te kijken hoe de markt zich zou ontwikkelen.

#### 2.1.4 De betrokkenheid van Provinciale Staten

Er zijn lessen te trekken voor de betrokkenheid van Provinciale Staten bij het verkopen van verbonden partijen. Gedeputeerde Staten van Limburg en van Noord-Brabant hebben op de voorgeschreven en afgesproken momenten Provinciale Staten geïnformeerd over de voorgenomen verkoop van Attero en over de voortgang van het verkoopproces. In aanvulling hierop achten wij het echter denkbaar dat, in de geest van de gemaakte afspraken, Gedeputeerde Staten aanvullende informatie aan Provinciale Staten hadden verstrekt toen eind 2012 werd medegedeeld dat de verkoop van de provinciale aandelen aan de gemeenten niet was gelukt, en toen medio 2013 werd medegedeeld dat Attero mogelijk zou worden verkocht. Op die momenten lagen er namelijk de adviezen van zowel Attero als verschillende adviesbureaus om nog enige tijd te wachten met de verkoop (zie 2.1.3).

We achten dat temeer denkbaar omdat het uitgangspunt uit 2009 dat Attero (toen nog: Essent Milieu) op termijn zou worden verkocht, is ingenomen tijdens de vorige bestuursperiode, met een Provinciale Staten die voor een belangrijk deel anders waren samengesteld. Bovendien was de context waarbinnen Provinciale Staten in 2009 in de gelegenheid waren gesteld hun wensen en bedenkingen kenbaar te maken niet dezelfde als in 2012/2013.

Daar staat tegenover dat Provinciale Staten zo goed als geen gebruik hebben gemaakt van de mogelijkheden die er waren om zich tussentijds vertrouwelijk op de hoogte te stellen van de voortgang, of van de achtergronden van de uiteindelijke deal.

Als gevolg van de bij de dualisering van het provinciale bestuur ingevoerde actieve informatieplicht is het voor Gedeputeerde Staten niet mogelijk om zich te beroepen op de omstandigheid dat Statenleden niet om bepaalde inlichtingen zouden hebben gevraagd<sup>5</sup>. Een Statenlid kan immers niet weten of en wanneer bepaalde informatie bij Gedeputeerde Staten beschikbaar is. Wij onderschrijven dat de ‘brengplicht’ van Gedeputeerde Staten geen ‘haalplicht’ van Provinciale Staten impliceert, maar onzes inziens hadden Provinciale Staten meer werk kunnen maken van hun controlerende rol in (de aanloop naar) het verkoopproces. We komen hier bij de aanbevelingen op terug.

#### 2.1.5 Verslaglegging en archivering

Hoewel er een zorgvuldige procesarchitectuur was ingericht, bleek het achteraf niet eenvoudig om het gevolgde proces volledig te reconstrueren. Het archiefwerk was incompleet en van enkele belangrijke vergaderingen bleek geen verslag te zijn gemaakt.

Tijdens ons onderzoek bleek het dossier van de kerngroep niet was gearchiveerd. Om het dossier compleet te krijgen, heeft de provincie een beroep gedaan op Attero (dat het ook niet bleek te hebben), dat op zijn beurt weer een beroep moest doen op het bedrijf dat destijds de dataroom voor het verkoopproces beheerde. Dit bedrijf had nog een kopie van de bedrijfsvertrouwelijke gegevens in de dataroom beschikbaar.

Voor een volledige reconstructie en beoordeling van de uiteindelijke keuze van de kerngroep (en vervolgens de aandeelhouderscommissie) is de gang van zaken tijdens de laatste twee vergaderingen van de kerngroep relevant. Dit zijn de vergaderingen waarin tot de keuze van de uiteindelijke koper is gekomen. Hiervan zijn geen echter verslagen gemaakt.

Ook de verslaggeving rondom Provinciale Staten is voor verbetering vatbaar. Zo worden van vertrouwelijke commissievergaderingen of themabijeenkomsten van Provinciale Staten van Noord-Brabant geen verslagen gemaakt, worden vertrouwelijke mededelingen van Gedeputeerde Staten van Noord-Brabant aan het Presidium en/of Statencommissies niet vastgelegd, en worden in Noord-Brabant technische vragen van Statenleden überhaupt niet gearchiveerd.

---

<sup>5</sup> Zie ook: Zuidelijke Rekenkamer (2013), *Actieve informatieplicht*.

## 2.2 Aanbevelingen

Het beëindigen van de betrokkenheid van de provincie bij een privaat bedrijf dat publieke belangen realiseert, vraagt om extra alertheid van zowel Gedeputeerde Staten als Provinciale Staten. Het is van belang dat wensen, standpunten en belangen op de juiste momenten ten opzichte van elkaar kunnen worden gewogen, in een proces dat zo open en onafhankelijk mogelijk is georganiseerd. Het informatieniveau van Gedeputeerde Staten en Provinciale Staten dient op de besluitvormingsmomenten gelijk te zijn.

Met ons onderzoek willen we er aan bijdragen dat Gedeputeerde Staten en Provinciale Staten bij eventuele toekomstige, vergelijkbare processen gebruik kunnen maken van de lessen uit de verkoop van Attero. Verschillende aspecten zijn daarbij van belang. Wij doen Gedeputeerde Staten en Provinciale Staten op onderstaande zes aspecten aanbevelingen.

### 1. Het belang van een goed toetsingskader

Waar publieke partijen en private, marktgerichte partijen bij elkaar komen, is het geen gegeven dat de belangen van deze partijen dezelfde zijn. In het geval van de provincie als aandeelhouder, kunnen publieke en private belangen en verantwoordelijkheden in één hand komen te liggen. Het is zaak om deze goed uit elkaar te houden. Het kan daarbij helpen om, aan het begin van een proces waarin de provincie haar aandeelhouderschap wil beëindigen, voor zowel de publieke als de private belangen te expliciteren welke waarden centraal staan, en welke risico's er zijn. Het invullen van onderstaand schema zou daarbij behulpzaam kunnen zijn.

	Waarde	Risico
Publiek belang		
Privaat belang		

Wij bevelen aan om aan het begin van een verkoopproces zo expliciet mogelijk te maken hoe zwaar de criteria in het toetsingskader zijn. Daarbij kan onderscheid worden gemaakt tussen:

- \* *must have*: aan welke criteria moet minimaal worden voldaan?
- \* *should have*: welke eisen zijn zeer gewenst, maar geen *conditio sine qua non*?
- \* *could have*: welke eisen gelden alleen als de tijd het toelaat?
- \* *must not have*: welke kenmerken van een bod of van eenieder vormen een blokkade?

Deze rangschikking van voorwaarden hoeft niet in steen te worden gehouwen, maar kan dienen als een referentiepunt waar, in geval van voortschrijdend inzicht, beredeneerd en navolgbaar van kan worden afgeweken.

### 2. Het belang van goed advies

Ten behoeve van de besluitvorming zijn gedurende het verkoopproces verschillende waarderingen en adviezen opgesteld. Aan deze documenten moet de eis worden gesteld dat ze narekenbaar zijn, en voor de opdrachtgever begrijpelijk. Daarbij

dienen de opstellers er rekening mee te houden dat niet alle betrokken aandeelhouders en bestuurders onderlegd zijn in het *merger&acquisition*-jargon. Bij (de aanloop naar) het verkoopproces waren verschillen adviseurs betrokken. We bevelen aan dat er meer dan één lid van de aandeelhouderscommissie wordt betrokken bij de selectie van en de opdrachtformulering aan de adviseurs van de aandeelhouderscommissie.

We bevelen aan dat de *fairness opinion* aan het eind van het verkooptraject wordt afgegeven door een onafhankelijke partij, die in het voorafgaande traject noch als adviseur, noch als uitvoerder betrokken was.

### *3. Het belang van verslaglegging en aanspreekbaarheid*

We bevelen Gedeputeerde Staten aan om toe te zien op de verslaglegging én de archivering van alle stappen in het verkoopproces.

We bevelen Provinciale Staten van de provincie Noord-Brabant aan om van vertrouwelijke commissievergaderingen verslagen te maken, en om vertrouwelijke mededelingen van Gedeputeerde Staten aan het Presidium en/of Statencommissies vast te leggen. In elk geval zou vastgelegd moeten worden waar de mededeling betrekking op heeft.

Daarbij hoeft de afgesproken geheimhouding geen eeuwigheidswaarde te hebben.

We bevelen Gedeputeerde Staten en Provinciale Staten aan periodiek te toetsen of de geheimhouding nog relevant is. Stelregel daarbij is: ‘openbaar, tenzij’.

### *4. Het belang van actief informerende Gedeputeerde Staten*

Als gedurende (de aanloop naar) het verkoopproces een significante wijziging optreedt in de context waarbinnen Provinciale Staten wensen of bedenkingen kenbaar zouden kunnen maken, en als de samenstelling van Provinciale Staten tussen dergelijke momenten substantieel wijzigt, past het Gedeputeerde Staten om Provinciale Staten opnieuw te raadplegen of ten minste over de veranderende context in te lichten.

Het is ons opgevallen dat bij de procedure rondom wensen en bedenkingen de Statenvoorstellen in Noord-Brabant een passage bevatten waarin Gedeputeerde Staten voorstellen om geen wensen en bedenkingen kenbaar te maken. In zijn algemeenheid achten wij dit onwenselijk. Passend lijkt ons een uitnodigender houding van Gedeputeerde Staten, waarbij Provinciale Staten in overweging wordt gegeven om wensen en bedenkingen kenbaar te maken.

### *5. Het belang van actief controlerende Provinciale Staten*

Uit onze interviews met (oud-)Statenleden in beide provincies rijst het beeld dat, in het licht van de verkoop van Essent enkele jaren eerder, Provinciale Staten de voorgenomen verkoop van Attero hebben beschouwd als een minder grote operatie, waar minder actieve aandacht van Provinciale Staten voor nodig was. Deze mate van aandacht lijkt haaks te staan op de aandacht voor de verkoop van Attero die er ná de verkoop was.

We bevelen Provinciale Staten aan om, bijvoorbeeld op het moment dat Gedeputeerde Staten het voor de verkoop te hanteren toetsingskader aan

Provinciale Staten sturen, zich uit te spreken over mate waarin zij bij het vervolg van dit dossier betrokken willen zijn. Het betrekken van een onafhankelijke partij om de tussentijds opgestelde rapporten en conclusies te voorzien van een contra-expertise en/of deze toegankelijker te maken, behoort daarbij tot de mogelijkheden. We bevelen Provinciale Staten aan om, bij toekomstige verkopen, meer gebruik te maken van de mogelijkheden die Gedeputeerde Staten bieden om op de hoogte te worden gesteld van de voortgang van het verkoopproces. Te denken valt aan rondetafelgesprekken, conference calls of hoorzittingen, waarbij de adviseurs hun veelal technische bevindingen kunnen toelichten.

#### *6. Het omgaan met geheime informatie*

We bevelen Provinciale Staten aan om een rondetafelbijeenkomst te organiseren over hoe om te gaan met dossiers waarover geheimhouding is afgesproken. In hoeverre worden de kaderstellende en controlerende rollen van Provinciale Staten hierdoor beperkt? De Zuidelijke Rekenkamer is graag bereid om op basis van inzichten uit dit onderzoek en uit eerdere onderzoeken hier een bijdrage aan te leveren.

### **2.3 Reactie Gedeputeerde Staten Limburg**

Wij hebben Gedeputeerde Staten van Limburg gevraagd om een bestuurlijke reactie op ons conceptrapport. Op 7 juni 2017 hebben wij deze reactie ontvangen. De reactie van Gedeputeerde Staten is hieronder integraal opgenomen, met uitzondering van één onderdeel (zie kader). Daarnaast hebben wij één van de conclusies in ons definitieve rapport aangescherpt ten opzichte van het conceptrapport. We komen daar in ons nawoord op terug.

#### **Aanvullende check op vertrouwelijke informatie**

De Provinciewet schrijft voor dat provinciale rekenkamers geen gegevens openbaar mogen maken die 'naar hun aard vertrouwelijk zijn'. Hier hebben wij tijdens ons onderzoek voortdurend overleg over gevoerd met (de adviseurs van) de provincie Noord-Brabant. Naar aanleiding van ons conceptrapport hebben wij aanvullend overleg gevoerd over de mogelijke aanwezigheid van dergelijke vertrouwelijke informatie. Dat heeft ertoe geleid dat wij enkele gegevens in het conceptrapport op een hoger abstractieniveau hebben opgenomen.

Deze aanpassing heeft plaatsgevonden na afronding van het bestuurlijk wederhoor door de provincie Limburg. Dat leidde ertoe dat de ontvangen reactie van Gedeputeerde Staten op één onderdeel specifiekere informatie bevat dan het definitieve rapport. Op dit onderdeel hebben wij de reactie van Gedeputeerde Staten Limburg aangepast. Het gaat om de eerste van de twee opmerkingen die Gedeputeerde Staten maken over de context in ons rapport. De aangepaste tekst hebben we tussen vierkante haken opgenomen.

“Allereerst zijn wij verheugd dat u na uitgebreide studie concludeert dat bij de verkoop van Attero sprake is geweest van een deugdelijke procesarchitectuur en dat het opgestelde “protocol tot samenwerking” voldoet aan de opgestelde voorwaarden.

Ook zijn wij verheugd in uw rapport bevestigd te zien dat bij de bepaling van de aandeelhouderswaarde op het moment van verkoop geen onregelmatigheden zijn aangetroffen. Naast het genereren van voldoende opbrengst, zijn onze inspanningen gericht geweest op een zuivere procesgang en dus ook op het voorkomen van onregelmatigheden.

Essentieel voor ons is uw bevinding dat de bieding van Waterland het maximum haalbare uit de markt op dat moment is geweest. Gegeven het besluit dat Attero verkocht zou worden, en gelet op het toetsingskader alsmede de gehanteerde verkoopmethode.

Voor wat betreft de betrokkenheid van Provinciale Staten is uw conclusie (voor Limburg) dat Provinciale Staten op de voorgeschreven momenten en op de afgesproken wijze zijn geïnformeerd.

Wij hebben meer gedaan. Wij hebben ook Provinciale Staten nadrukkelijk gelegenheid geboden zich, middels een conference call, actief en inhoudelijk te laten informeren. Wij komen hier nog op terug.

De verslaglegging rondom Provinciale Staten is voor verbetering vatbaar zo meldt u in het rapport.

De verslaglegging rond Provinciale Staten regardeert primair Provinciale Staten. Wij hebben dit geverifieerd bij de griffier. De griffier meldt op 22 mei 2017 het volgende:

*'Van vertrouwelijke (Statenvergaderingen en) Commissievergaderingen worden (analytische) verslagen gemaakt. Een voorbeeld hiervan is het verslag van een vertrouwelijke vergadering van de Commissie van (Voorbereiding van) Onderzoek (CvO). Daarnaast kunnen er ook delen van een (Statenvergadering en) commissievergadering vertrouwelijk zijn. Dat is bv. wel eens voorgekomen bij de Commissie Cultuur en Samenleving. Daarvan wordt dan een deelverslag gemaakt. Van Presidiumvergaderingen worden geen (analytische) verslagen gemaakt, maar (uitgebreide) besluitenlijsten. Soms worden daarvan ook zaken vastgelegd, die geen besluit betreffen, maar waarvan verslaglegging gewenst is. Alle (zowel openbare als niet openbare) schriftelijke mededelingen van Gedeputeerde Staten gericht aan het Presidium of een andere commissie (dan wel Provinciale Staten) worden geregistreerd. Alle openbare schriftelijke mededelingen worden op de Lijst ingekomen stukken van PS geplaatst. De niet openbare schriftelijke mededelingen worden als vertrouwelijk ingekomen stuk op een agenda geplaatst (bij het Presidium is dat standaard) dan wel ter inzage gelegd. Het is aan de voorzitter c.q. het Presidium om te besluiten of een mondelinge (vertrouwelijke) mededeling van GS al dan niet in de besluitenlijst wordt opgenomen, maar in de regel wordt dit standaard gedaan. Het is overigens maar zelden dat GS leden zelf mondelinge mededelingen in het Presidium komen doen. Er is voor o.a. het Presidium en de CvO een regime afgesproken hoe om te gaan met het openbaar maken van geheime stukken. Ook PS hanteren uiteraard nadrukkelijk de stelregel: openbaar, tenzij... Technische vragen van Statenleden worden digitaal gearchiveerd.'*

Onderstaand zullen wij alleen ingaan op de aanbevelingen 1 t/m 4 uit uw rapport. De overige twee aanbevelingen zijn geadresseerd aan Provinciale Staten. Tot slot zullen wij nog enkele passages in uw rapport aanhalen, zonder hierbij uitputtend te zijn, die naar ons oordeel door de gehanteerde parafrasering, een onzes inziens verkeerde indruk kunnen wekken.

### **1. Het belang van een goed toetsingskader voor de publieke en private belangen**

Het belang van een goed toetsingskader is voor ons evident. Dit is ook de reden dat wij reeds vanaf 2009 werken met een uitvoeringskader voor de borging van publieke belangen, waaronder deelnemingen. Recentelijk<sup>6</sup> hebben Provinciale Staten een geactualiseerde versie van dit kader vastgesteld: het Uitvoeringskader 2.0. Dit Uitvoeringskader 2.0 is nadrukkelijk gericht op het borgen van het publieke belang. U beveelt aan om de belangen van de tegenpartij te onderkennen en deze ook te expliciteren onder meer door vooraf gewichten toe te kennen aan de belangrijkste criteria. Dit achten wij een goede aanvulling op ons Uitvoeringskader 2.0. Wij zullen dit bij de volgende update in ons uitvoeringskader opnemen.

### **2. Het belang van een goed advies**

Het is voor ons evident dat bij complexe trajecten goede externe adviseurs dienen te worden betrokken. Een goede opdrachtformulering en een zorgvuldig wervingstraject zijn daarvoor essentieel.

Met betrekking tot onderhavige casus heeft de aandeelhouderscommissie mandaat gegeven aan de voorzitter van de commissie om een besluit te nemen op basis van de bevindingen van een breder samengestelde ambtelijke selectiecommissie, welke heeft bestaan uit een afvaardiging van

Noord-Brabant en Limburg. Uw aanbeveling om meer dan 1 lid van de Aandeelhouderscommissie bij de selectie en de opdrachtformulering van de externe adviseurs te betrekken, zullen wij overwegen.

Ten aanzien van uw aanbeveling om een onafhankelijk partij, die in het voorgaande verkooptraject noch als adviseur noch als uitvoerder was betrokken, een fairness opinion te laten geven, zullen wij in voorkomende gevallen overwegen. In onderhavige casus waren onzes inziens voldoende (recente) waarderingsrapporten voorhanden die aangaven hoe de marktsituatie was en in welke range van aandeelhouderswaarden mogelijke biedingen als realistisch konden worden beschouwd. Ondanks het bestaan van meerdere waarderingsrapporten hebben wij nog expliciet aan onze externe adviseur (ABN Amro) een fairness opinion gevraagd. Overigens dient ook steeds in ogenschouw te worden genomen dat de prijs mede afhankelijk is van tal van “overige zaken” zoals restrisico’s, mogelijke escrows, etc. Graag willen wij hieraan toevoegen dat in het in februari 2017 door Provinciale Staten vastgestelde kader “Sturing in samenwerking 2.0” is opgenomen dat er in de advisering richting Gedeputeerde Staten en Provinciale Staten een transparante en

---

<sup>6</sup> In casu 2 februari 2017.



zorgvuldige afweging gemaakt wordt tussen de (financiële belangen) als aandeelhouder enerzijds en de beleidsinhoudelijke belangen anderzijds. In de uitvoering wordt deze scheiding gewaarborgd middels een zogeheten onafhankelijk treasury advies.

### **3. Het belang van verslaglegging en aanspreekbaarheid**

Met uw aanbeveling om toe te zien op de verslaglegging en de archivering van alle stappen in het verkoopproces kunnen wij van harte instemmen. Wij tekenen hierbij onmiddellijk aan dat wij geen signalen hebben ontvangen dat bij de Provincie Limburg de communicatie, correspondentie en besluitvorming onvoldoende zou zijn vastgelegd, wellicht met uitzondering van de vertrouwelijke conference call. Hiervan heeft inderdaad geen verslaglegging plaatsgevonden.

Uit uw conceptrapport van bevindingen maken wij op dat uw aanbeveling met name voortkomt uit de verslaglegging rond het kernteam en/of de Aandeelhouderscommissie. Wij gaan ervan uit dat het college van Noord-Brabant, waar het secretariaat van de Aandeelhouderscommissie is gevestigd, hierop zal ingaan.

Naar aanleiding van uw aanbeveling om periodiek de relevantie van de geheimhouding te toetsen merken wij op dat dit in onze provincie al staande praktijk is. De stelregel: “openbaar, tenzij” is overigens ook onze standaard.

### **4. Het belang van actief informerende Gedeputeerde Staten**

Ons college heeft, ook in dit proces, veel waarde gehecht aan het actief informeren van Provinciale Staten. Zo hebben wij, naast gezamenlijke communicatiemomenten vanuit de aandeelhouderscommissie, twee extra stappen in dit proces ingelast.

- a. In de vergadering van de Statencommissie Ruimte Infrastructuur en Financiën (RIF) op 21 februari 2014 is door het college aan Provinciale Staten het aanbod gedaan om met behulp van een vertrouwelijke conference-call met de Raad van Bestuur van Attero en de externe adviseurs van de aandeelhouderscommissie (ABN Amro en Pels-Rijken), zich nader te verdiepen in onder andere het gevoerde verkoopproces, de marktomstandigheden, de toekomstverwachtingen in de afvalbranche en de uiteindelijke waardering c.q. aandeelhouderswaarde. Deze conference-call werd gehouden op 24 maart 2014.
- b. Tevens werd op 21 februari 2014 aan Provinciale Staten het aanbod gedaan om een extra schriftelijke vragenronde in te lassen. Ook hiervan is door Statenleden gebruik gemaakt.

Tot slot willen wij twee voorbeelden geven van onderdelen waarvan onzes inziens de context in het rapport onevenwichtig is weergegeven.

1. *Pagina 10: “Hoewel [in de aandeelhouderscommissie naar aanleiding van de adviezen van twee externe bureaus is besproken] dat het moment van verkoop “niet ideaal”, respectievelijk “slecht” was, besloot de AHC, na een korte*

*marktverkenning, toch tot de start van het verkoopproces. Dit was ook tegen de wens van het bedrijf zelf”.*

Wij merken daarover op dat [in de aandeelhouderscommissie] inderdaad [is besproken] dat het verkoopmoment niet ideaal was, maar ook dat: “niets doen” geen alternatief is en dat er geen tekenen zijn dat de afvalmarkt zich in een periode van 5-10 jaar zal herstellen. Er zal sanering in de markt optreden en marktrisico’s zullen groot blijven. Dergelijke wezenlijke overwegingen zien wij niet terug in de conclusies, waardoor onzes inziens een “gekleurd beeld” kan ontstaan. Daar komt bij dat de provincies hun afweging om te verkopen niet hoofdzakelijk hebben gebaseerd op het realiseren van financieel gewin (de “prijs”) maar op hun visie en overtuiging dat de provincies niets (meer) hebben te zoeken in een internationaal opererend privaat bedrijf. Juist vanwege het publieke belang was vervreemding aan de orde. Wij zijn van oordeel dat uw stelling op pagina 10 dat “het einde van het verkooptraject zich desondanks in een tunnel heeft afgespeeld” een duidelijke empirische onderbouwing ontbeert.

2. Pagina 10: “Ook de vertegenwoordigers van de Noordelijke en de Limburgse gemeenten vonden dat er geen overhaaste beslissingen genomen moesten worden”. Vanzelfsprekend vonden en vinden de provincies (en de aandeelhouderscommissie) dit ook. Maar dit meldt u niet in uw rapport waardoor de indruk kan ontstaan dat dit een exclusief standpunt van de gemeenten was.

Samenvattend zijn wij van oordeel dat hier per saldo een goed rapport ligt waar ook, zoals aangegeven, lessen uit te trekken zijn, daarbij realiserend dat elke verkoop maatwerk is. Maar ook dat wij daarvoor een goed kader hebben vastgesteld en een helder proces hebben gevolgd. Met uw aanbevelingen kunnen wij dit verder perfectioneren.”

## **2.4 Reactie Gedeputeerde Staten Noord-Brabant**

Wij hebben Gedeputeerde Staten van Noord-Brabant gevraagd om een bestuurlijke reactie op ons conceptrapport. Op 20 juni 2017 hebben wij deze reactie ontvangen. De reactie van Gedeputeerde Staten is hieronder integraal opgenomen.

“De verkoop van Attero in 2014 en de daarop volgende ontwikkelingen bij het bedrijf leidden tot politiek en publiek debat. De Programmaraad heeft daarom de Zuidelijke Rekenkamer gevraagd om hiernaar onderzoek te doen. Wij danken beiden voor hun inspanningen die leidden tot dit rapport. Het geeft inzicht in het verkoopproces en het informatieproces naar Provinciale Staten. Wij maken graag gebruik van de mogelijkheid om hierop te reageren. We geven eerst een toelichting op de ratio van de verkoop om vervolgens in te gaan op de (belangrijkste) conclusies en aanbevelingen.

### *De ratio achter de verkoop van Attero*

Vanaf 2009 hebben gemeentelijke en provinciale aandeelhouders met het bedrijf verschillende scenario's verkend voor de toekomst van Essent Milieu (na 1 januari 2010: Attero). Een overgang naar een publieke dienstverlener bleek, mede op basis van externe adviezen, de beste optie. Provincies zouden daarbij hun aandelen overdragen aan de gemeenten. Zij konden daardoor hun opdrachten voor afvalverwerking zonder aanbesteding aan Attero verlenen. In 2012 bleken echter onvoldoende gemeenten bereid hieraan deel te nemen. Het bedrijf en de Aandeelhouderscommissie hebben daarop in 2012 unaniem besloten over te gaan tot het inrichten en het starten van een verkoopproces.

Het bedrijfsresultaat van Attero stond langdurig onder druk. Door overcapaciteit in de afvalmarkt daalden de tarieven die klanten betaalden voor het verwerken van afval. De contracten voor huishoudelijke restafval en GFT liepen voor het merendeel af in 2016-2017. Nieuwe contracten zouden door de lagere markttarieven leiden tot een slechter bedrijfsresultaat. Bovendien daalden de inkomsten uit het opwekken van elektriciteit door de lage energieprijzen.

Om het bedrijf concurrerend te houden, waren forse investeringen nodig. Het bedrijf moest haar kosten verlagen en nieuwe activiteiten ontplooiën. Intussen was Attero actief geworden op de internationale markt, waar het afval uit het buitenland aantrok om het lage aanbod op de Nederlandse markt te compenseren. Op dat moment was 'niets doen' geen optie meer, zo constateerde betrokkenen en adviseurs. De omstandigheden vroegen om een actievere betrokkenheid van de aandeelhouders, als zij op lange termijn eigenaar van het bedrijf wilden blijven. Van aandeelhouders op afstand moesten zij nauwe betrokkenheid tonen bij de strategieontwikkeling van het bedrijf en bereid zijn kapitaalinvesteringen te doen. Tegenover mogelijke financiële kansen stonden aanzienlijke financiële risico's. De provincie Noord-Brabant zag onvoldoende grondslag in haar provinciale kerntaken en onvoldoende publiek (regionaal) belang om dit (risicovolle) handelen te legitimeren.

### Bestuurlijke reactie op de conclusies en aanbevelingen

#### *Opzet en uitvoering (conclusie)*

Gedeputeerde Staten hebben naar aanleiding van hun ervaringen en uw onderzoek naar de verkoop van Essent [d.d. 15 november 2010] geïnvesteerd in het beleid voor verbonden partijen. We hebben uw eerdere aanbevelingen bij de verkoop van Essent meegenomen bij de verkoop van Attero. Het doet ons deugd dat u concludeert dat het verkoopproces in opzet, uitvoering en architectuur (grotendeels) voldoet.

#### *Het belang van een goed toetsingskader (aanbeveling)*

We delen uw conclusie dat een overheid bij het beëindigen van een aandeelhouderschap publieke en private belangen zorgvuldig moet afwegen. De Aandeelhouderscommissie heeft, om recht te doen aan alle belangen, een toetsingskader met acht criteria opgesteld. Zij heeft daarbij gebruik gemaakt van een voorstel van het bedrijf. De criteria reflecteren de private en publieke belangen

en waren herkenbaar voor het bedrijf, de werknemers en de aandeelhouders. Zo was -mede vanwege de werknemersbelangen en de stortplaatsen- het vinden van een 'nette koper' van belang, zoals ook is meegedeeld aan Provinciale Staten in het Statenvoorstel over de vervreemding van de aandelen aan Waterland. In het onderzoeksrapport 'Private equity in Nederland: een stakeholder-perspectief'<sup>7</sup>, van april 2017 (uitgevoerd in opdracht van het kabinet) is geoordeeld dat Waterland een nette koper is gebleken.

U wijst op het risico van selectief winkelen doordat de aandeelhouders geen gewicht toekenden aan de criteria. De biedingen zijn de in praktijk altijd beoordeeld op alle criteria. Zoals u constateert, voldeed het eindbod van Waterland ook aan alle criteria. Daarmee heeft het risico de facto zich niet voorgedaan. Hoewel wij deze werkwijze in deze casus als goed hebben ervaren, nemen we in toekomstige gevallen uw aanbeveling om wegingsfactoren te definiëren in overweging.

#### *Het belang van een goed advies (aanbeveling)*

Bij complexe trajecten als deze is het van belang dat de aandeelhouderscommissie in staat is zelf een oordeel te vormen over voorstellen van het bedrijf en potentiële kopers. De specialistische kennis van, eigen, externe adviseurs hierbij van groot belang. Iedere bestuurder heeft daarbij wel de plicht om zich de materie eigen te maken zodat hij/zij tot een weloverwogen bestuurlijk besluit kan komen. Wij kunnen instemmen met de aanbeveling om meer dan één bestuurder te betrekken bij de selectie van en de opdrachtformulering aan de adviseurs. Wel willen we aanvullen dat bij de voorbereiding hiervan een breder samengestelde ambtelijke selectiecommissie was betrokken met de provincies Limburg, Overijssel en Noord-Brabant.

#### *De waardering en de verkoop (conclusie)*

Het doet ons deugd dat u constateert dat het bepalen van de waardering van het bedrijf (ondernemingswaarde en aandeelhouderswaarde) goed is verlopen. U beveelt daarbij wel aan dat de fairness opinion aan het eind van het verkooptraject wordt afgegeven door een onafhankelijke partij, die in het voorafgaande traject noch als adviseur, noch als uitvoerder betrokken was. Wij erkennen het belang van een onafhankelijk advies, al merken we wel op dat in dergelijke trajecten het in de praktijk niet ongebruikelijk is dat een financieel adviseur zowel adviseert als een fairness opinion afgeeft. Dit was ook het geval bij de adviseur van de Aandeelhouderscommissie. De onafhankelijkheid was echter geborgd door de interne procedure van de financiële adviseur. Deze schrijft voor dat een onafhankelijke fairness opinion committee de fairness opinion afgeeft, en niet de partij is die verantwoordelijk is voor het advies over het verkoopproces. De financieel adviseur van de Aandeelhouderscommissie had bovendien geen enkel

---

<sup>7</sup> [www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/04/13/aanbiedingsbrief-bij-onderzoeksrapport-private-equity](http://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2017/04/13/aanbiedingsbrief-bij-onderzoeksrapport-private-equity)

financieel of ander belang bij het wel of niet doorgaan van de verkoop: er was geen sprake van een succes fee bij afronding van de transactie.

*De timing en het tempo (conclusie)*

De Aandeelhouderscommissie heeft bij haar beslissing om het verkooptraject te starten de stand van zaken van het bedrijf (zie ratio) en de beschikbare adviezen en informatie over de markt zorgvuldig afgewogen, waaronder de door u beschreven marktverkenning. En alhoewel adviseurs aangaven dat de markt niet ideaal was, gaven zij ook aan dat er geen tekenen waren dat de afvalmarkt zich in een periode van 5 - 10 jaar zou herstellen, dat de risico's groot bleven en de sector zal krimpen. Hiernaast speelde mee dat een marktpartij actief haar interesse in Attero had kenbaar gemaakt en dat investeringsmaatschappijen werkten aan de verkoop van AVR uit Van Gansewinkel.

Nadat het verkoopproces eenmaal was gestart, heeft de Aandeelhouderscommissie op verschillende momenten overwogen om dit wel of niet voort te zetten. Hier is ook expliciet over gesproken. De uitkomst daarvan was dat de verkoop werd doorgezet.

Voor wat betreft het einde van het verkooptraject: in de fase van onderhandelingen is het niet gebruikelijk voor een onderhandelingsteam om over tussentijdse onderhandelingsresultaten te spreken. Wel is een dag nadat het onderhandelingsresultaat bekend was hierover uitvoerig gesproken door de Aandeelhouderscommissie (op 7 december 2013). Zij had daarbij de mogelijkheid om het onderhandelingsresultaat voor de inhoud van een aanbod tot overname door Waterland af te wijzen. De leden van de aandeelhouderscommissie hebben na dit beraad unaniem besloten positief te adviseren aan de aandeelhouders over dit aanbod. De Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen voorzagen het bod van een aanbeveling en de Ondernemingsraad van Attero gaf een positief advies. De individuele aandeelhouders bepaalden daarop individueel of zij overgingen tot verkoop van hun aandelen. Uiteindelijk heeft één aandeelhouder besloten niet (direct) op het bod van Waterland in te gaan.

Alles overwegende herkennen wij ons dan ook niet in het beeld dat de verkoop zich in een tunnel heeft afgespeeld. Wij zien dit niet gereflecteerd in de totale procesgang van deze verkoop, noch in het einde van het verkoopproces.

Over het tempo van de verkoop willen we opmerken dat er naar onze mening géén overhaaste beslissingen zijn genomen. Tussen 2009 en het moment van verkoop in 2014 zijn zorgvuldig diverse alternatieven verkend en afgewogen. Alle partijen wisten dat nadat de gecontroleerde veiling eenmaal was gestart, enig tempo gebruikelijk en noodzakelijk was. Zorgvuldigheid was daarbij nooit ondergeschikt aan de doorlooptijd. Instrumenten als Locked Box en Vendor Due Diligence zijn niet ingezet vanwege de snelheid van het verkoopproces maar om redenen van zorgvuldigheid, duidelijkheid en als beheersmaatregel. Deze zorgvuldigheid heeft tevens geleid tot een beperking van de aansprakelijkheid van de verkopend aandeelhouders: Waterland kon zich alleen verhalen op het bedrag dat in de escrow

is gestort, te weten € 13,5 miljoen én Waterland was bereid om de risico's van de stortplaatsen op zich te nemen. Afgemeten aan alle aspecten van het toetsingskader had Waterland het beste bod.

Daarbij is een verkoopproces van 12 maanden in de markt van fusies en overnames niet als snel te bestempelen. Wij verwijzen bijvoorbeeld naar de overname van AVR (aankondiging verkoop 17 juni 2013, afronding verkoop 28 augustus 2013).

#### *Betrokkenheid van PS en uw aanbevelingen over het belang van actief informerende Gedeputeerde staten*

U doet een aanbeveling over een actieve informatieplicht van Gedeputeerde Staten aan Provinciale Staten. Wij erkennen het belang hiervan. Wij zijn van mening dat wij met betrekking tot het verkooptraject hebben voldaan aan onze actieve informatieplicht en hebben gehandeld binnen de kaders van het toen van toepassing zijnde deelnemingenbeleid. Wij hebben Provinciale Staten meermalen schriftelijk geïnformeerd en daarnaast de leden van Provinciale Staten in de gelegenheid gesteld zich (vertrouwelijk) door ons en onze adviseurs mondeling te laten informeren. Daarnaast konden leden van Provinciale Staten de verkoopdocumenten onder geheimhouding inzien. Ten slotte hebben wij het Presidium meermalen geïnformeerd over het verkooptraject en de ontwikkelingen daarin.

Wij nemen op dit punt evenwel uw aanbevelingen graag over: we zullen in de toekomst, wanneer er gedurende de looptijd van een vergelijkend traject sprake is van een nieuwe samenstelling van Provinciale Staten, hen kort na aanvang van de bestuursperiode informeren. Verder zullen we in de toekomst bij voorkomende gevallen Provinciale Staten voorstellen eventuele wensen en bedenkingen te formuleren.

#### *Verslaglegging en archivering en uw aanbeveling hierover*

Tot slot trekt u conclusies over de verslaglegging en archivering. Het klopt dat wij niet alle documenten direct aan u op een toegankelijke wijze konden overhandigen omdat deze geen deel uitmaakten van ons archief en/of waren versleuteld met wachtwoorden of tijdsloten. Wij erkennen het belang van goede verslaglegging en archivering. De provincie heeft, enige tijd geleden, maatregelen genomen om de archivering te optimaliseren. Wij zijn ons er verder van bewust dat ook bij overleggrema en het samenwerken met externe partijen de archivering expliciet afgesproken dient te worden, om te allen tijde reconstructie van het proces mogelijk te maken.

#### *Het belang van actief controlerende Provinciale Staten en het omgaan met geheime informatie*

U doet een suggestie aan Provinciale Staten om de tussentijds opgestelde rapporten en conclusies te voorzien van een contra-expertise en om een ronde tafel bijeenkomst te organiseren over omgaan met geheimhouding.

Het besluit hierover laten wij uiteraard aan Provinciale Staten. Het college is, samen met haar adviseurs, desgevraagd altijd bereid een bijdrage te leveren op deze terreinen.”

## **2.5 Nawoord Zuidelijke Rekenkamer**

Met waardering hebben wij kennisgenomen van de constructieve reacties van de beide colleges van Gedeputeerde Staten. Beide colleges nemen onze aanbevelingen over en geven daarbij aan op welke momenten en op welke manieren ze deze zullen betrekken in vergelijkbare situaties.

We gaan hieronder op twee gemeenschappelijke onderdelen van de reacties in.

### *Timing en tempo*

Gedeputeerde Staten van Limburg zijn van mening dat een duidelijke empirische onderbouwing ontbreekt bij onze conclusie dat het einde van het verkooptraject zich in een tunnel heeft afgespeeld. Gedeputeerde Staten van Noord-Brabant herkennen zich ook niet in dat beeld.

De onderbouwing voor onze conclusie bestaat uit de vergelijking tussen de verschillende rondes in het verkoopproces. Waar in de eerste rondes telkens expliciet is stilgestaan bij het wel of niet doorgaan naar de volgende ronde (en waar steeds binnen de aandeelhouderscommissie unaniem toe werd besloten), ontbrak deze expliciete overweging in de laatste ronde. Op dat moment gold de logica dat stopzetten van het verkoopproces het bedrijf niet kon worden aangedaan, en leek de enig mogelijke uitkomst van het traject: verkoop.

### *Verslaggeving van vertrouwelijke bijeenkomsten*

Gedeputeerde Staten van Limburg merken in hun reactie terecht op dat in ons conceptrapport onze conclusies in §2.1.5 over de verslaggeving rondom Provinciale Staten geen betrekking hebben op Provinciale Staten van Limburg. Wij hadden hier in ons conceptrapport duidelijker in moeten zijn: deze conclusies betreffen de gang van zaken bij Provinciale Staten van Noord-Brabant. We hebben die toevoeging in de betreffende passage opgenomen.

Gedeputeerde Staten van Noord-Brabant wijzen in hun reactie op de maatregelen die zij enige tijd geleden hebben genomen om de archivering te optimaliseren. Wij zullen de effecten hiervan de komende tijd met belangstelling volgen.

*Vastgesteld door de Zuidelijke Rekenkamer op 21 juni 2017.*

Prof.dr. M.J.M. Vermeulen  
voorzitter

Drs. J.S. Kerseboom  
directeur-secretaris

### **3 De voorgeschiedenis**

Aan de start van het verkoopproces van Attero medio 2013 gaan drie eerdere trajecten vooraf: een marktverkenning in 2009, een periode van strategieontwikkeling in 2010, en een traject in 2011/2012 waarbij verkend werd of Attero volledig in handen van de gemeenten kon worden gegeven. De voorgeschiedenis eindigt met een verschil van inzicht tussen Attero en de aandeelhouders over het moment waarop tot verkoop moet worden overgegaan.

We hebben de aanloop van het verkoopproces in ons onderzoek betrokken, omdat het besluit om Attero te gaan verkopen de facto al was genomen toen het verkoopproces in 2012/2013 nog moest beginnen.

#### **3.1 Essent Milieu**

In 2008 stemden de aandeelhouders van Essent (waaronder de provincies Limburg en Noord-Brabant) in met de vervreemding van de aandelen van het Productie- en Leveringsbedrijf (PLB) van Essent. Essent Milieu was een onderdeel van het PLB. Gedurende het verkoopproces besloten de raad van bestuur (RvB) en de raad van commissarissen (RvC) van Essent om Essent Milieu niet met het PLB mee te verkopen. Men wilde daar een afzonderlijk proces voor volgen. Hiervoor werd een marktverkenning opgestart. De provinciale aandeelhouders waren van mening dat er voor hen geen publiek belang werd gediend door als mede-eigenaar te opereren in een gedeeltelijk geprivatiseerde afvalmarkt.

In juni 2009 is de marktverkenning van Essent Milieu door de RvB van Essent in overleg met de aandeelhouders stopgezet: de resultaten waren teleurstellend. Vervolgens is Essent Milieu per 1 oktober 2009 een zelfstandige onderneming geworden, die per 1 januari 2010 de nieuwe bedrijfsnaam Attero voert.

#### **3.2 Strategieontwikkeling Attero**

In de periode november 2009 tot en met juni 2010 beraadde Attero zich samen met de aandeelhouders (vertegenwoordigd in de aandeelhouderscommissie (AHC)) op de toekomst. Daarbij stonden twee vragen centraal:

1. Wat moet de positionering van het bedrijf zijn: een nutsbedrijf, een volledig commercieel bedrijf of een mengvorm (een publieke dienstverlener)?
2. Welke (nieuwe) kernactiviteiten moet Attero ontwikkelen?

Het antwoord op de eerste vraag was voor het bedrijf zelf duidelijk. Het heeft zich vanaf het begin voorstander getoond van ontwikkeling tot publiek dienstverlener: een bedrijf dat deels publiek is en deels privaat. Argumenten hiervoor waren:

- De mismatch tussen klantenportfolio en aandeelhouderschap. Het merendeel van de *aandelen* (75%) was in handen van provincies, maar het merendeel van de *klanten* waren de gemeenten. De provincies waren geen klant van Attero.



- Attero kende private en publieke klanten. Het was geen overheidsbedrijf waarbij de klanten ook aandeelhouder waren. Het hoge percentage gemeentelijke klanten maakte ontwikkeling tot een volledig commercieel bedrijf lastig
- De mogelijkheid tot waardemaximalisatie voor alle stakeholders (zie tabel 1).

Tabel 1: Waardemaximalisatie stakeholders<sup>8</sup>

Stakeholder	Waardecreatie
<b>Aandeelhouders</b> - provincies - gemeenten	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Invloed op strategische keuzes ten aanzien van: invulling van provinciale en gemeentelijke ambities op het gebied van duurzaamheid; verantwoorde invulling van nazorg stortplaatsen</li> <li>• Stabiel dividend en creatie van waarde</li> </ul>
<b>Klanten</b> - gemeenten - zakelijke klanten	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Invulling van gemeentelijke afvaltaken en ambities op het gebied van duurzaamheid</li> <li>• Continuïteit van de dienstverlening</li> <li>• Een betrouwbare partner met een concurrerende propositie</li> </ul>
<b>Medewerkers</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Continuïteit van werkgelegenheid</li> <li>• Een aantrekkelijke, uitdagende werkomgeving</li> </ul>
<b>Samenleving</b> - Beleidsmakers bij rijksoverheid, provincies, gemeenten - Maatschappelijke organisaties	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Activiteiten van Attero geven invulling aan ambities op het gebied van afvalbeheer, duurzame energie en CO2-reductie</li> <li>• Provincie als vergunningverlener heeft in Attero een betrouwbare partner</li> </ul>

In het ontwikkelen van kernactiviteiten wilde het bedrijf de focus verleggen van verbranden naar recycling, duurzaamheid en productie van duurzame energie. Destijds werd het financieel resultaat van Attero grotendeels bepaald door verbranding (>90%). Deze activiteit kampte echter met sterk dalende tarieven door overcapaciteit in de markt. Vanaf eind 2013 zou bovendien een deel van de langlopende contracten met gemeenten voor het verwerken van huishoudelijk en GFT-afval aflopen. Deze contracten bevatten aanzienlijk hogere tarieven dan op dat moment in de markt gangbaar was. Hierdoor werd bij ongewijzigd beleid een scherpe daling in resultaat verwacht. Daarom vond Attero het noodzakelijk om, naast verbranden, nieuwe activiteiten te ontplooiën.

Hoewel de provinciale aandeelhouders, in het verlengde van hun besluit in 2009, een voorkeur hadden om het bedrijf (op termijn) te verkopen (wegens het voor hen ontbreken van een publiek belang), wilden ze de ontwikkeling van Attero tot Publiek Dienstverlener wel een kans geven. Op 18 juni 2010 stemde de Algemene

<sup>8</sup> Bron: Herijking Strategie Attero, AHC d.d. 30 maart 2010

vergadering van Aandeelhouders (AvA) hier mee in. In de periode juli 2010 tot en met september 2011 werd de strategie hiervoor uitgewerkt.

### **3.3 Juridische herstructurering**

Tijdens het uitwerken van de bedrijfsstrategie was de verwachting dat zonder grootschalige collectieve sanering de komende 5 tot 10 jaar sprake zou zijn van overcapaciteit in de markt. Attero zou zich daarom moeten richten op contractverlenging met gemeentelijke klanten en behoud van het volume te verwerken huishoudelijk afval, aangevuld met bedrijfsafval. Voortzetting van verwerkingscontracten wilde Attero bewerkstelligen door de juridische structuur zo te wijzigen dat directe gunning door gemeenten mogelijk werd ('inbesteding'). Voorwaarde daarbij was dat Attero bleef beschikken over publieke aandeelhouders. Dit punt leidde binnen de AHC tot het verzoek aan een externe adviseur om de haalbaarheid van dit inbestedingsmodel te onderzoeken.

Naast kansen, risico's en beperkingen van het inbestedingsmodel gaf de externe adviseur een indicatieve waardering van de ondernemings- en aandeelhouderswaarde van Attero voor drie scenario's:

- Attero weet geen volume binnen te halen bij het verlopen van de huidige contracten.
- Attero weet het inbestedingsmodel niet te realiseren, maar weet wel nieuwe contracten binnen te halen na afloop van de oude contracten, of weet bestaande contracten te verlengen.
- Attero weet het inbestedingsmodel te realiseren, waarbij de bestaande volumes (in Wijster en Moerdijk) worden voortgezet.

In de berekeningen van de externe adviseur nemen de ondernemings- en aandeelhouderswaarde in ieder volgend scenario (aanzienlijk) toe.

Op advies van de externe adviseur besloot de AHC vervolgens om het inbestedingsmodel met andere modellen te vergelijken op basis van criteria als financiële waarde, verkoopbaarheid en continuïteit. De externe adviseur heeft de volgende alternatieven beoordeeld en hierover in februari 2012 aan de AHC gerapporteerd:

- handhaven van de huidige situatie, op enig moment gevolgd door verkoop;
- opsplitsing van het bedrijf in een zuiver publiek en privaat deel;
- sterfhuis/afbouw.

De conclusie van de externe adviseur luidde dat, geredeneerd vanuit de waarde voor de klant, de continuïteit van de bedrijfsvoering en de stabiliteit van de financiële waarde, het inbestedingsmodel de voorkeur genoot. Voorwaarden daarbij waren voldoende participatie van gemeenten, bereidheid van aandeelhouders (die geen klant waren) om zeggenschap over te dragen naar gemeenten (die tevens klant waren), en een onderlinge ruil van aandelen als mogelijke vervolgstap. Mocht het inbestedingsmodel niet doorgaan, dan zou volgens de externe adviseur voortzetting

van de bedrijfsvoering met verkoop van aandelen op een nader te bepalen moment de voorkeur genieten (onder voorwaarde van een goede timing en condities waaronder dit gerealiseerd kan worden).

Naar aanleiding van het onderzoek van de externe adviseur stelden de aandeelhouders als voorwaarden aan het investeringsmodel dat minimaal 50% van het afvalvolume via lopende contracten in de toekomst zou worden investeren en er een exit mogelijk was voor provinciale en gemeentelijke aandeelhouders die geen klant waren. De AHC wilde in eerste instantie voor 28 juni 2012 duidelijk hebben of aan deze voorwaarden kon worden voldaan. Bereidheid van de gemeenten vroeg om principebesluiten van de betrokken colleges van B&W. Omdat er bij veel gemeenten vragen waren over de financiële kant en juridische houdbaarheid van het model, stelde de AHC besluitvorming uit tot 1 november 2012.

Om antwoord te geven op de vragen van gemeenten heeft een taskforce in de periode maart tot november 2012 de gemeenten bezocht, en heeft de AHC om een second opinion gevraagd. De bevindingen hiervan weken naar de mening van AHC niet ver af van die van de externe adviseur. Verkoop aan een derde werd echter niet realistisch geacht; het moment voor verkoop werd als slecht beoordeeld. De AHC heeft de second opinion voor kennisgeving aangenomen.

Naast bovenstaande acties heeft de RebelGroup in opdracht van de Vereniging van Contractanten Afvalsturing Brabant de waarde en levensvatbaarheid van Attero onderzocht. In dit rapport, waarvan de hoofdlijnen destijds zijn uitgelekt, is sprake van een aanzienlijk lagere aandeelhouderswaarde dan in bovengenoemde rapporten. Gesproken werd van een bedrag tussen € 53 miljoen en € 88 miljoen. Uitgaande van deze waarde als eenmalige uitkering aan de aandeelhouders, achtte de RebelGroup Attero levensvatbaar.

Op 1 november 2012 bleek dat onvoldoende gemeenten wilden participeren in het investeringsmodel. Daarop besloot de AHC dit proces te stoppen en over te gaan naar plan B: mogelijke verkoop van Attero aan een derde.

## 4 Opzet en uitvoering

De aandeelhouders hebben de organisatorische voorwaarden waarbinnen naar de verkoop werd toegewerkt zorgvuldig ingericht. In de voorbereiding van het verkoopproces komt dit tot uiting in:

1. de procedure voor de inhuur van de adviseurs van de aandeelhouderscommissie;
2. het opstellen van een procesarchitectuur;
3. het opstellen van een toetsingskader voor het selecteren/beoordelen van potentiële kopers en biedingen;
4. de keuze voor een gecontroleerde veiling.

De provincie Noord-Brabant heeft in het verkoopproces een belangrijke rol gespeeld. Het proces werd voor een belangrijk deel vanuit het Brabantse provinciehuis gecoördineerd door medewerkers van de provincie<sup>9</sup>. Noord-Brabant leverde de ambtelijk projectleider van de 'P4' (de ambtelijke ondersteuning van de AHC), de secretaris en voorzitter van de AHC. In paragraaf 4.2.2 komen we terug op de precieze rolverdelingen. De AHC besloot om de Brabantse manier van werken met een procesarchitectuur te hanteren.

### 4.1 Het betrekken van adviseurs

De AHC en Attero hebben elk hun eigen financieel en juridisch adviseurs ingeschakeld ter ondersteuning tijdens het verkoopproces.

Tabel 2: Overzicht betrokken adviseurs

	Juridisch advies	Financieel advies
Aandeelhouderscommissie en kerngroep	Pels-Rijcken & Droogleever Fortuijn	ABN AMRO
Attero	Houthoff Buruma	ING Corporate Finance

Ter ondersteuning van de AHC startte het secretariaat van de AHC in december 2012 een offerteprocedure voor de inhuur van een financieel adviseur. Deze procedure is door een ambtelijke commissie opgezet en doorlopen. Daarbij hebben de AHC-leden de voorzitter gemandateerd om op basis van adviezen van de ambtelijke commissie, besluiten te nemen. Het offerteverzoek, de ontvangen biedingen, de beoordeling daarvan en het gunningsvoorstel zijn niet besproken door de leden van de AHC.

De door de ambtelijke commissie geformuleerde opdracht<sup>10</sup> luidde: "De financieel adviseur zal de aandeelhouders adviseren over alle door hen te nemen besluiten met betrekking tot de voorbereiding en eventuele vervreemding van de aandelen in

<sup>9</sup> De kerngroep werd ondersteund door Attero.

<sup>10</sup> Bron: Beschrijvend document bij meervoudige onderhandse aanbesteding, d.d. 11-12-2012. Dit document stond op de agenda van de AHC vergadering van 5 december 2012. Uit de notulen van deze vergadering blijkt niet dat dit document is besproken.

Attero en hen adviseren ten aanzien van de interpretatie en consequenties van de ter beschikking komende informatie, zodat aandeelhouders gedurende het proces steeds in staat zijn te beoordelen of de voortgang van het proces in lijn is met de door hen gewenste richting en uitkomst.” Omdat betrokken bestuurders politiek verantwoording zouden moeten afleggen over het proces en de uitkomst daarvan, moest in de advisering zowel het financieel als het publiek belang worden betrokken. Tot slot werd de adviseur gevraagd een onafhankelijke Fairness Opinion te geven over de prijs “die door de strategische partner betaald wordt”. In een nota van inlichtingen (d.d. 20 december 2012)<sup>11</sup> werd over de Fairness Opinion onder meer vermeld dat deze in ieder geval ter ondersteuning van de besluitvorming in de AHC dient.

De opdracht voor het uitvoeren van financiële adviezen aan de AHC is uiteindelijk gegund aan ABN AMRO. Belangrijke motieven daarvoor waren de visie op de gevraagde aspecten, de samenstelling van het team (continuïteit, kennis en ervaring), goede kennis van de afvalsector en financiële transacties, de toets op de kwaliteit van de af te geven Fairness Opinion op meerdere plekken in de organisatie en de beschikbaarheid van een specifiek persoon als projectleider.

ABN AMRO gaf in zijn offerte (d.d. 15 januari 2013) aan het als haar kerntaak te zien om de AHC dusdanig bij te staan in het proces dat zij de juiste beslissingen kunnen nemen. Daarbij achtte zij goede samenwerking met de RvB en de adviseurs van Attero van cruciaal belang.

De AHC heeft voor de juridische advisering tijdens het verkoopproces Pels Rijcken & Droogleever Fortuijn ingehuurd. Pels Rijcken is de vaste juridische adviseur van de provincie Noord-Brabant en is vanuit die relatie in december 2012 door (het secretariaat van) de AHC gevraagd voor juridische ondersteuning. De betreffende adviseur heeft aangegeven daartoe een offerte met opdrachtschrijving te hebben ingediend. Deze offerte en opdrachtschrijving zijn geaccepteerd door de AHC (zijn inhoudelijk niet aangepast). De rol van Pels Rijcken tijdens het verkoopproces was het geven van advies aan de AHC ten behoeve van de aandeelhouders over de juridische aspecten die met een dergelijk proces samenhangen (per fase verschillend).

Wij constateren dat van de aandeelhouders alleen de voorzitter van de AHC betrokken is geweest bij de offerteprocedure voor de inhuur van een financieel adviseur voor de AHC. Hij was daartoe gemandateerd door de overige leden van de AHC. Deze leden hebben daardoor geen inbreng gehad bij het opstellen van het offerteverzoek (de opdracht), het beoordelen van de offertes en de uiteindelijke keuze voor ABN AMRO. Met het verstrekken van het mandaat aan de voorzitter hebben ze uitgesproken daar ook geen behoefte aan te hebben.

---

<sup>11</sup> Het betreft een (geanoniseerd) overzicht van alle vragen van de partijen die een offerteverzoek hadden ontvangen, en de antwoorden daarop.

Uit de interviews met leden van de AHC en Statenleden is naar voren gekomen dat er door de aandeelhouders veel waarde is gehecht aan/geleund is op de adviezen van de bij het verkoopproces betrokken financieel en juridische experts. Zij hebben samen met de kerngroep de onderhandelingen en feitelijke toetsing van de (niet) bindende biedingen gedaan. Daarover is door de betreffende geïnterviewden (met uitzondering van de leden van de kerngroep) opgemerkt dat het hun ontbrak aan voldoende kennis om dit zelf te doen.

## **4.2 Procesarchitectuur**

De provincie Noord-Brabant heeft in 2010 de Nota Deelnemingen vastgesteld als kader voor de omgang met deelnemingen. Een van de voorwaarden is dat bij beëindiging van deelnemingen de wijze waarop dit plaats gaat vinden moet worden vastgelegd.

In ons onderzoek naar de verkoop van Attero constateren we dat de aandeelhouders aan de voorwaarde van het opstellen van een procesarchitectuur conform de Nota Deelnemingen hebben voldaan. Al tijdens de eerste vergadering van de AHC ter voorbereiding van een mogelijke verkoop van Attero (d.d. 5 december 2012) wordt het belang van het inrichten van een procesarchitectuur benadrukt.

### **4.2.1 Protocol tot Samenwerking**

Begin 2013 hebben de externe adviseurs de procesarchitectuur uitgewerkt in het 'Protocol tot Samenwerking' dat door de AHC, RvB en RvC werd vastgesteld op 7 maart 2013. In dit Protocol zijn onder meer de manier waarop partijen hun samenwerking inrichten, de wijze van informatieverstrekking en van besluitvorming en de verdeling van verantwoordelijkheden vastgelegd. Het Protocol bevat geen afspraken over archivering van de dossiers van de kerngroep, de documenten die worden opgenomen in de digitale dataroom of over het beheer van de digitale dataroom.

#### *Samenwerking*

In het Protocol is overeengekomen om de samenwerking vorm te geven met de inrichting van een kerngroep (naast de AHC), bestaande uit de voorzitter en een lid van de AHC en de algemeen directeur en de voorzitter van de RvC van Attero. Als taken van deze kerngroep zijn onder meer vastgelegd: eindverantwoordelijk voor (de strategiebepaling van) het verkoopproces, periodieke communicatie en informatieverstrekking aan de AHC, de AvA en individuele aandeelhouders, het opstellen van selectiecriteria voor bieders en biedingen, de selectie van bieders, de beoordeling van biedingen, het doen van niet bindende voorstellen en het bieden van ondersteuning aan de AHC bij het door de AHC adviseren van individuele aandeelhouders.

### *Adviseurs*

In het Protocol is over de adviseurs van de AHC (ABN AMRO en Pels Rijcken) vastgelegd dat zij toegang hebben tot alle informatie en documentatie en alle interne en externe besprekingen over het verkoopproces en een plek hebben in de werkgroepen. Daarnaast zijn de RvB, RvC en AHC overeengekomen om adviezen van hun eigen adviseurs met elkaar te delen, met uitzondering van adviezen die zien op de eigen positie van de opdrachtgever van die adviezen.

### *Informatieverschaffing*

Wat betreft informatie en documentatie onderschrijven de betrokken partijen in het Protocol dat strikte geheimhouding van cruciaal belang is voor het welslagen van het verkoopproces. Alle leden van de AHC en overige betrokkenen hebben daartoe een geheimhoudingsverklaring ondertekend.

Deels werden stukken via de mail verspreid en deels pas (op naam) tijdens de bijeenkomsten uitgedeeld, mondeling toegelicht en daarna weer ingenomen. Deze stukken mochten door niemand buiten de kring van direct betrokkenen worden gelezen. Ook niet door andere leden van betrokken GS-en en Colleges van B&W. De betrokken geïnterviewden zijn van mening dat de omgang met informatie zeer zorgvuldig is verlopen. Er werd goed opgepast dat er niet werd 'gelekt'.

Over informatieverstrekking aan PS/Gemeenteraden is vastgelegd dat de Kerngroep zoveel mogelijk vooraf informatiepakken samenstelt die met Staten/Raden gedeeld kunnen worden, zodat aandeelhouders zoveel mogelijk gelijk worden geïnformeerd. Dit laat onverlet dat iedere aandeelhouder zelf kon besluiten welke informatie aan PS/Gemeenteraad ter vertrouwelijke inzage te verstrekken.

### *Besluitvorming*

In het Protocol is als uitgangspunt vastgelegd dat binnen de kerngroep besluiten met unanimitéit van stemmen worden genomen en dat deze besluiten worden vastgelegd in een verslag dat de secretaris van de kerngroep<sup>12</sup> opstelt. Verder is vastgelegd dat belangrijke beslissingen van de kerngroep moeten worden voorgelegd aan de AHC ter goedkeuring. De AHC heeft vastgesteld welke documenten en besluismomenten dit betreft. Het eindresultaat van het verkoopproces wordt voorgelegd aan individuele aandeelhouders. Zij besluiten primair over de verkoop van hun aandelen en besluiten individueel of zij al dan niet hun aandelen op basis van het eindresultaat wensen te verkopen.

### *Indicatieve planning*

In het Protocol is vastgelegd dat binnen de Kerngroep zal worden besloten over het beoogde tijdspad. De ING heeft in februari een indicatieve planning opgesteld. Daarin waren de finale onderhandelingen en de *signing* voorzien in de maanden september tot en met november.

---

<sup>12</sup> Het hoofd Juridische Zaken van Attero.

### *Een zware, maar zinvolle procedure*

Uit interviews gehouden met vertegenwoordigers en de financieel adviseur van Attero en leden van de kerngroep/AHC en hun adviseurs komt naar voren dat de procesinrichting door alle betrokken partijen positief is beoordeeld. Opgemerkt is dat conform de aanbevelingen van de Zuidelijke Rekenkamer bij het onderzoek naar de verkoop van Essent, het verkoopproces zorgvuldig is ingericht en er veel aandacht is besteed aan de procesarchitectuur. Hoewel de vormgeving van de samenwerking met de aandeelhouders in eerste instantie bij Attero ‘zwaar over kwam’ heeft het bedrijf hier wel aan meegewerkt en ervaren dat op deze manier sprake is geweest van een transparant en naar alle stakeholders goed te verantwoorden proces.

Bij het naderen van de laatste fase van de verkoopprocedure, de onderhandelingen, bleek een toevoeging aan het protocol nodig. We komen daar in paragraaf 4.2.2 over de samenwerking in de praktijk op terug.

We constateren dat het Protocol tot Samenwerking voldoet aan de voorwaarden die daarover zijn opgenomen in de Nota Deelnemingen over het inrichten van een procesarchitectuur. Op de verslaglegging van het verkoopproces gaan we in hoofdstuk 7 apart in.

#### 4.2.2 Samenwerking in de praktijk

Conform het Protocol tot Samenwerking was (om praktische redenen) een kerngroep ingericht, bestaande uit twee leden van de AHC en een lid van zowel de RvB als de RvC van Attero, die belast was met de uitvoering van de verkoop. Daartoe had de AHC de kerngroep gemandateerd. De kerngroep heeft conform de afspraken in het Protocol gehandeld tijdens het verkoopproces. Zo zijn besluiten op basis van unanimitéit genomen, is informatie over de voortgang in het proces steeds teruggekoppeld naar de AHC en zijn belangrijke beslispunten (voorzien van een advies) expliciet aan de AHC voorgelegd ter besluitvorming. In het proces was sprake van verschillende personele uni's; zie tabel 3 op de volgende pagina.



Tabel 3: Rolverdeling

	Hoofdfunctie	Aandeelhouders-commissie	Kerngroep	Onderhandelingsteam
Dhr. L.W.L. Pauli	gedeputeerde provincie Noord-Brabant	voorzitter	lid	
mevrouw I.A. Bakker	gedeputeerde provincie Overijssel	vice-voorzitter		
de heer E.J. Koppe	gedeputeerde provincie Limburg	lid, namens de provincie Limburg		
de heer W.J. Moorlag	gedeputeerde provincie Groningen	lid, namens de provincies Groningen, Drenthe en Flevoland	lid	
de heer J.W.F. Hoskam	wethouder gemeente Den Bosch	lid, namens de Brabantse gemeenten		
de heer I. Busser	wethouder gemeente Venray	lid, namens de VEGAL (Limburgse gemeenten)		
mevrouw J.A. Visscher	wethouder gemeente Groningen	lid, namens de VEGANN (Noordelijke gemeenten)		
mevrouw M.D.G. Jochemsen	Provincie Noord-Brabant	Secretaris		
De heer P. Vincent	CEO, lid Raad van Bestuur Attero		lid	
De heer J.P.B. Huberts	Voorzitter Raad van Commissarissen Attero		voorzitter	
De heer J. van den Belt	Lid Raad van Commissarissen Attero			voorzitter
De heer F.T.M. Smulders	Secretaris Vennootschap Manager Juridische Zaken		secretaris	

De kerngroep is in de diverse fasen van het verkoopproces meerdere malen bijeengekomen (zie tabel 4). Deze bijeenkomsten werden veelal gevolgd door een bijeenkomst van de AHC, waar besluitvorming kon plaatsvinden. Vóór de officiële AHC-vergaderingen werden voorbesprekingen gehouden, waar alleen leden van de AHC en ambtelijke ondersteuners bij aanwezig waren. Tijdens deze overleggen gaven de AHC-leden van de kerngroep een terugkoppeling van hetgeen in de kerngroep was besproken. De geïnterviewde leden van de AHC hebben aangegeven

dat naar hun mening sprake is geweest van optimale terugkoppeling vanuit de kerngroep naar de AHC.

Tabel 4: Bijeenkomsten van de Kerngroep en AHC gedurende het verkoopproces

Datum	Kerngroep	AHC-vergadering	Fase
5 december 2012		X	Vorbereiding
16 januari 2013		X	
28 februari 2013	X		
7 maart 2013		X	
21 maart 2013	X		
28 maart 2013		X	
16 april 2013	X		Marktverkenning
15 mei 2013	X		
13 juni 2013	X	X	Eerste ronde biedingen
27 juni 2013		X	
15 juli 2013	X		
2 september 2013	X		
13 september 2013	X	X	
20 september 2013	X		
23 september 2013		X	Tweede ronde biedingen
12 november 2013	X		
22 november 2013	X		
23 november 2013		X	Finale onderhandelingen
6 december 2013	X		
7 december 2013		X	

Ook in het Verantwoordingsdocument van de AHC aan de individuele aandeelhouders wordt vermeld dat er sprake was van een nauwe samenwerking tussen de AHC, de kerngroep en de RvB en RvC van Attero.

In de fase voorafgaand aan de slotonderhandelingen deed zich een hobbel in de weg voor. Omdat ten minste één van de partijen waarmee slotonderhandelingen zouden gevoerd gaan worden een private equity partij was, wilden de AHC-leden in de kerngroep, op aanraden van de adviseurs van de AHC, niet dat het management een rol bij deze onderhandelingen zou krijgen.

De RvB en RvC van Attero wilden echter vasthouden aan de afspraak uit het Protocol dat communicatie met bidders in alle fasen van het verkoopproces zou plaatsvinden met en geleid worden door de RvB en/of de adviseurs van de RvB. De AHC-leden van de kerngroep hebben zich echter beroepen op het afsluitende deel van dit artikel, namelijk dat dit anders is als de kerngroep anders besluit.

Om te voorkomen dat de samenwerking tussen de aandeelhouders en de RvB en RvC in de fase van de slotonderhandelingen zou eindigen, is naar een aanvaardbaar compromis gezocht. Dit is gevonden in de instelling van een onderhandelingsteam bestaande uit een lid van de RvC en de adviseurs van zowel Attero als de AHC.

De bevoegdheden en verantwoordelijkheden van dit onderhandelingsteam en de verhouding tot de kerngroep zijn vastgelegd in een Addendum bij het Protocol tot Samenwerking (zie kader).

#### **Addendum bij het Protocol tot Samenwerking**

In aanvulling op het Protocol tot Samenwerking hebben de aandeelhouders en de RvB en RvC van Attero op 23 november 2013 afspraken in een Addendum vastgelegd over de derde ronde in het verkoopproces (de slotonderhandelingen). De afspraken hebben betrekking op de instelling van een onderhandelingsteam, naast de kerngroep. Dit onderhandelingsteam bestond uit een lid van de RvC van Attero, aangevuld met de externe adviseurs van Attero en de AHC. In het Addendum is opgenomen dat het lid van de RvC zich tijdens de onderhandelingen zijn commissariaat bij Attero tijdelijk neerlegt en niet deelneemt aan besluitvorming in de RvC van Attero over het bod van de laatstovergeblevenieder. Verder is over de onderhandelingen in het Addendum opgenomen dat het lid van de RvC gesprekken houdt met geselecteerde bidders en daarbij het woord voert samen met de adviseurs van Attero. Dit betekent dat leden van de kerngroep, RvC, AHC en de adviseurs van de AHC niet zelfstandig overleg voeren met geselecteerde bidders en evenmin met hen zelfstandig contact hebben. Ook is in het Addendum vastgelegd dat het onderhandelingsteam de strategie voor de gesprekken met de geselecteerde bidders bepaalt en welke standpunten bij die gesprekken worden ingenomen. De kerngroep geeft geen mandaat/instructies aan het onderhandelingsteam, tenzij het onderhandelingsteam daarom verzoekt. Tot slot legt het onderhandelingsteam het resultaat van de gesprekken met de bidder(s) voor aan de kerngroep. Vervolgens wordt dit resultaat ter accordering aan de AHC voorgelegd.

De adviseurs van de AHC hebben over de inrichting van het onderhandelingsteam opgemerkt dat, gegeven het belang om de samenwerking tussen de stakeholders in de eindonderhandelingen voort te laten duren, dit het best haalbare resultaat was. In de praktijk van de eindonderhandelingen zijn naar hun mening de belangen van de aandeelhouders adequaat gewaarborgd.

### **4.3 Toetsingskader**

In het verlengde van het Protocol tot Samenwerking hebben de RvB, RvC en AHC afspraken gemaakt over de randvoorwaarden en de wijze waarop zij biedingen beoordelen in een Toetsingskader. De criteria van het toetsingskader zijn weergegeven in tabel 5, op de volgende pagina.

In de vergadering van de kerngroep op 21 maart 2013 wordt over het toetsingskader aangegeven dat elke deelnemer van de kerngroep vanuit zijn eigen positie en verantwoordelijkheid moet komen tot een weging van de onderscheidenlijke aspecten bij de beoordeling van biedingen.

Tabel 5: Toetsingskader verkoopproces

Criteria	Operationalisatie
Continuïteit	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marktpositie en ervaring van de bieder</li> <li>• Solide financiële structuur van de combinatie</li> <li>• Bij voorkeur integrale verkoop (inclusief stortplaatsen, nazorg en zekerstellingen)</li> <li>• Mate van zekerheid op nakomen nazorgverplichtingen stortplaatsen</li> </ul>
Toekomst van Attero	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Positie van Attero binnen het bedrijf van de bieder</li> <li>• Mate van bereidheid voortzetting strategie Attero en doen van benodigde investeringen</li> <li>• Corporate Governance</li> </ul>
Werkgelegenheid	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mate van behoud van huidige niveau van werkgelegenheid en huidige niveau van arbeidsvoorwaarden</li> </ul>
Marktconforme prijs	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Middels transparant proces moet worden gekomen tot een marktconforme prijs</li> <li>• Zo min mogelijk garanties en vrijwaringen in de koopovereenkomst</li> </ul>
Stabiliteit investeerder	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Voldoende financiële middelen om de bieding gestand te kunnen doen</li> </ul>
Strategie investeerder	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beleid bieder (ten aanzien van bijvoorbeeld duurzaamheid en innovatie) en kwaliteit van de dienstverlening</li> </ul>
Nette koper	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Voorkeur voor solide partij met goede reputatie gegeven de publieke belangen en risico op reputatie schade</li> </ul>
Executierisico	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geen belemmeringen door de NMa, die eventueel ingrijpende remedies vragen om aan de voorwaarden te kunnen voldoen</li> </ul>

In het Persbericht van Attero (d.d. 19 juni 2013), waarin de start van het verkoopproces wordt aangekondigd, wordt vermeld dat de nieuwe eigenaar in ieder geval een stabiele partij moet zijn die continuïteit biedt en wil investeren in de toekomst van Attero en zijn medewerkers. Daarnaast, zo wordt vermeld, zijn belangrijke criteria een goede reputatie en aandacht voor duurzaamheid en innovatie.<sup>13</sup> Binnen de aandeelhouderscommissie is deze weging van potentiële kopers niet expliciet vastgelegd.

#### 4.4 Gecontroleerde Veiling

Het verkoopproces was ingericht als een gecontroleerde veiling. Dat is een competitief traject waarin marktpartijen in opvolgende stappen in de gelegenheid worden gesteld om, uiteindelijk, aandelen in een onderneming te kopen. Daarbij wordt de groep marktpartijen die deelneemt aan het traject bij iedere stap kleiner, en krijgt steeds gedetailleerdere informatie over de onderneming. De gecontroleerde veiling die bij de verkoop van Attero is gehanteerd kent de volgende stappen:

1. Pre-marketing: onderzoek naar mogelijk geïnteresseerde marktpartijen. Op basis hiervan wordt een lijst met partijen samengesteld die met het toesturen

<sup>13</sup> Het persbericht was vooraf geaccordeerd door de Kerngroep en de AHC.

van een teaser worden benaderd met de vraag of zij interesse hebben in het kopen van Attero.

2. Het toesturen van een geheimhoudingsverklaring aan partijen die hun interesse kenbaar maken. Partijen die deze ondertekenen, ontvangen een *Informatiememorandum (IM)* over Attero en het verzoek om op basis daarvan een niet-bindend bod uit te brengen.  
Vervolgens beoordelen de kerngroep en de AHC de niet bindende biedingen en besluiten zij welke partijen doorgaan naar de volgende ronde.
3. De partijen die doorgaan, krijgen toegang tot de digitale dataroom met informatie over Attero, een concept van de *sales and purchase agreement (SPA)*, en bijeenkomsten met specialisten. Op basis daarvan worden de partijen verzocht om een bindend bod uit te brengen.  
De bindende biedingen worden door de kerngroep/de AHC beoordeeld en zij besluiten met welke partijen finale onderhandelingen worden gevoerd over de te ondertekenen SPA.
4. Finale onderhandelingen leidend tot een eindresultaat dat ter accordering wordt voorgelegd aan achtereenvolgens de kerngroep en de AHC.

Tabel 6: *Overzicht processtappen gecontroleerde veiling en bijbehorende informatiestromen*

Vorbereiding	Procesronde 1	Procesronde 2	Procesronde 3
Vorbereiden MJP 2013-2023	InformatieMemorandum	Dataroom open	Onderhandelingen
Waardering	Koper onderzoek	Expert sessies	Confirmatory DD
Vorbereiden Dataroom	Indicatieve biedingen	Site visits	Voorlopige Overeenstemming
VDD rapporten		Management present	
Info Memorandum		Bindende biedingen	
Proces documentatie		Business update	
Pre-marketing		Q&A	

In een lijst met beslismomenten (maart 2013) is opgenomen dat de AHC na iedere processtap besluit (op basis van het toetsingskader en adviezen van de adviseurs) om het proces al dan niet voort te zetten en met welke partijen. In een memo van ABN AMRO (d.d. 13 juni 2013) wordt vermeld dat in het proces twee belangrijke beslismomenten voor aandeelhouders zijn opgenomen om het proces al dan niet voort te zetten. Daarbij werd opgemerkt dat als de biedingen tegenvallen, de aandeelhouders zich op deze momenten kunnen terugtrekken.

## 5 Waardering

De gecontroleerde veiling startte met een marktverkenning. Deze marktverkenning leverde 75 mogelijk geïnteresseerde partijen op. Na de daaropvolgende selectieronden bleven er twee serieuze kandidaten over (zie tabel 7).

Tabel 7 Verloop van de gecontroleerde veiling

Ronde, onderdeel	Resultaat	
0	Marktverkenning	75 mogelijk geïnteresseerde partijen geïdentificeerd
1	13 juni 2013: AHC-besluit start 1 <sup>e</sup> ronde	
	Peilen belangstelling en toesturen NDA	20 partijen ontvingen de NDA
	NDA ondertekend en uitgenodigd voor 1 <sup>e</sup> ronde biedingen op basis van een IM	19 partijen ondertekenden de NDA en ontvingen het IM
	Niet-bindende bieding ingediend	3 strategische partijen, 3 financiële partijen
2	13 september 2013: AHC-besluit start 2 <sup>e</sup> ronde met daartoe aangewezen partijen	5 partijen gaan door naar de volgende ronde (unaniem besluit)
	Uitnodigen voor 2 <sup>e</sup> ronde biedingen, toegang verlenen tot digitale dataroom en toesturen VDD en SPA	5 partijen kregen toegang tot de digitale dataroom
	Verstrekken van business update	
	18 november 2013: Bindende biedingen ingediend	1 strategische partij en 2 financiële partijen brachten een bindend bod uit
3	23 november 2013: AHC besluit start 3 <sup>e</sup> ronde; door onderhandelen met daartoe aangewezen partijen	2 partijen gaan door naar de volgende ronde (unaniem besluit). De derde partij werd 'in de wachtkamer' gezet.
	Finale onderhandelingen	De finale onderhandelingen zijn gevoerd met 1 strategische partij en 1 financiële partij

Bron: Bijlage 2 bij Statenvoorstel 19/14 inzake Voorgenomen verkoop aandelen Attero: Verantwoordingsdocument AHC.

### 5.1 Ronde 1: niet-bindende biedingen

In de eerste ronde is aan de 19 partijen die een geheimhoudingsverklaring (NDA: *non-disclosure agreement*) hebben ondertekend een Informatiememorandum (IM) toegestuurd op basis waarvan zij werden uitgenodigd een niet-bindend bod uit te brengen. In een IM worden de 'ins en outs' van een bedrijf zodanig beschreven dat een potentiële koper een goed inzicht krijgt in het bedrijf, op basis waarvan hij een eerste prijs of *prijrsrange* kan bepalen. Het IM (opgesteld door ING en geaccordeerd door de AHC) was voor geïnteresseerde partijen een eerste inhoudelijke kennismaking met Attero. In het IM heeft het management van Attero onder meer toekomstige belangrijke waardebepalende factoren ingeschat, zoals poorttarieven, effecten van de ingezette reorganisaties en de resultaten van geplande

investeringen. De RvB en RvC van Attero hebben verklaard dat het IM een getrouw beeld van de onderneming schetst.

#### 5.1.1 Waardering

ING heeft in de eerste ronde van het verkoopproces ook een indicatieve waardering opgesteld (volgens de Discounted Cashflow methode). Daarbij is onderscheid gemaakt naar de ondernemings- en aandeelhouderswaarde. Deze waardering was voor de aandeelhouders van belang om het verkoopproces met het uitsturen van het IM te kunnen starten (wat kun je verwachten van eerste biedingen).

Bij de DCF-methode worden toekomstige kasstromen gewaardeerd en contant gemaakt (omgerekend naar de huidige waarde) door te berekenen welke kosten gemaakt moeten worden om die kasstromen te verdienen<sup>14</sup>. De ondernemingswaarde is dan het totaal van de contant gemaakte kasstromen. Worden hier vervolgens de verplichtingen (voorzieningen pre-nazorg en eeuwigdurende nazorg en bancaire schulden) als schuld van afgetrokken en de vrij beschikbare liquide middelen bij opgeteld dan resteert de aandeelhouderswaarde.

Bij bedrijfsoverdrachten wordt de DCF-methode over het algemeen beschouwd als bedrijfseconomisch de meest zuivere systematiek. Deze waarderingstechniek geeft het meest getrouwe beeld van de materiële waarde van een onderneming. Vrije kasstromen zijn namelijk niet afhankelijk van boekhoudkundige principes. Daarnaast dwingt de DCF-methode tot nadenken over de verwachtingen en de risico's van de onderneming en wordt rekening gehouden met de tijdwaarde van geld.

De basis voor de waardering vormden door het management geformuleerde verwachtingen in het Strategische Plan van Attero d.d. 10 juni 2013 (cijfers behoudens de resultaten van het toen lopende Vendor Due Dilligence onderzoek). Belangrijke verwachtingen in het Strategisch Plan waren onder meer:

1. een deel van de aflopende oude, attractieve contracten wordt opnieuw afgesloten tegen lagere tarieven, een deel wordt ingevuld met alternatieven (importeren afval of verhogen aandeel commercieel afval);
2. doorvoeren van 'Operational Excellence' om het inboeten op de winstgevendheid gedeeltelijk te kunnen opvangen (project Koploper+);
3. New Business Development (NBD); voorop blijven lopen in voortdurend aanpassende realiteit en omgeving.

ING komt op basis van de management projecties en bijbehorende vrije kasstromen tot een range in de ondernemings- en aandeelhouderswaarde (=base case scenario volgens Strategisch Plan). Daarbij geven ze aan dat verschillende 'sensitivities' op de belangrijkste waarde bepalende factoren<sup>15</sup> en variabelen van de DCF-methode<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> De gemiddelde kosten van het geïnvesteerde vermogen. In het Engels heet dit de WACC (Weighted Average Cost of Capital).

<sup>15</sup> Volume, poorttarieven, elektriciteitsprijs, geen NBD, Koploper+, Meer Jaren Onderhoud Investeringen en investeringskosten turbine AZN.

mogelijk zijn met ieder afzonderlijk financiële impact op de ondernemingswaarde en via de voorziening stortplaatsen direct op de aandeelhouderswaarde. Vanwege de directe invloed van de voorziening stortplaatsen op de aandeelhouderswaarde heeft ING de impact hiervan in drie scenario's berekend (base case, medium case en worst case).

Naast bovenstaande scenario's heeft ING ook een waardering opgesteld uitgaande van een 'kritische koper'. Daarbij werd ervan uitgegaan dat potentiële kopers een eigen visie op de business hanteren en een kritischer beoordeling maken van de belangrijkste waarde bepalende factoren. Optelling van deze elementen leidde in de berekening van ING tot een aanzienlijk negatieve impact op de aandeelhouderswaarde.

De adviseurs van de AHC hebben de waardering van ING beoordeeld. Ze waren van mening dat de DCF-methode de meest geschikte manier is voor een dergelijke waardering. Daarvan uitgaande en de aanname dat de uitgangspunten van het management bij het opstellen van het Strategische Plan juist zijn, concludeerden de adviseur dat sprake was van een juiste inschatting van de ondernemingswaarde en aandeelhouderswaarde van Attero. Ze achtten het base case scenario realistisch en een goede basis voor de verkoop. Ze adviseerden de aandeelhouders dan ook om een richtprijs vast te stellen op de ondergrens van het base case scenario en ondanks een aantal onzekerheden van start te gaan met de eerste ronde in het verkoopproces; de 19 geïnteresseerde partijen verzoeken uiterlijk 24 juli 2013 een niet-bindend bod uit te brengen.

#### 5.1.2 Beoordeling bindende biedingen

Zes partijen zijn ingegaan op de uitnodiging om een niet-bindend bod uit te brengen (drie strategische en drie financiële partijen). Uit geheimhoudingsoverwegingen werden deze partijen aangeduid met codenamen. Bij drie van de niet-bindende biedingen vielen de ondernemings- en aandeelhouderswaarde binnen de bandbreedtes die door de ING waren berekend in het base case scenario, zij het aan de ondergrens daarvan. Daarmee lagen deze biedingen om en nabij de richtprijs die ABN AMRO had geadviseerd. Bij de andere drie biedingen lagen de ondernemingswaarde en aandeelhouderwaarde onder de door ING berekende bandbreedtes en daarmee ook onder de richtprijs.

De kerngroep heeft de zes niet-bindende biedingen beoordeeld aan de hand van het toetsingskader<sup>17</sup>. Op basis van dit kader, de procesafspraken en de richtprijs kwamen drie niet bindende biedingen (2 van een financiële en 1 van een strategische partij) in aanmerking om door te gaan naar de tweede ronde. Om een gelijk speelveld te creëren tussen financiële en strategische partijen heeft de

---

<sup>16</sup> WACC en horizonwaarde.

<sup>17</sup> ING (financieel adviseur van Attero) heeft aan de hand van het toetsingskader zowel de niet-bindende als bindende biedingen geanalyseerd. Daarbij hebben ze de verschillende aspecten beoordeeld als groen (positief), oranje (gematigd negatief) of rood (negatief).



kerngroep na diverse onderlinge discussies aan de AHC geadviseerd dat ook een tweede strategische partij en derde financiële partij zouden doorgaan naar de tweede ronde.<sup>18</sup>

## **5.2 Ronde 2: bindende biedingen**

Op 23 september 2013 heeft de AHC besloten de tweede ronde te starten en de vijf door de kerngroep aanbevolen partijen tot deze ronde toe te laten. Zij konden tot 18 november een bindend bod uitbrengen. Daartoe hebben ze toegang gekregen tot de digitale dataroom en het Vendor Due Diligence (VDD) rapport en een concept SPA ontvangen. Een VDD rapport wordt opgesteld door een onafhankelijke expert in opdracht van de verkoper met als doel geïnteresseerde kopers op onafhankelijke wijze te informeren over de kansen en risico's van de over te nemen partij. Voor de verkopers is een VDD belangrijk om inzicht te krijgen in wat ze kunnen verwachten, in de tweede ronde. Het VDD-rapport omvatte vier deelrapporten: financieel, technisch, juridisch, milieu (stortplaatsen).

Betrokkenen van Attero hebben hierover onder meer opgemerkt dat het IM een uitgebreide omschrijving van alle activiteiten van Attero bevatte en, omdat het een verkoopdocument is, alles zo positief mogelijk werd gepresenteerd. In het vervolg van het proces hebben (onafhankelijke) specialisten Vendor Due Diligence (VDD) rapporten opgesteld. De betreffende geïnterviewden hebben hierover opgemerkt dat de gedachte achter het opstellen van VDD rapporten is dat Attero deskundigen inhuurt die als het ware ten behoeve van de koper onderzoek doen naar alle aspecten van de onderneming. Het management van Attero heeft getekend voor de voor de juistheid en getrouwheid van de informatie in de VDD-rapporten.

Op 18 november 2013 hadden drie partijen (twee financiële en een strategische) een bindend bod uitgebracht. Bij alle drie biedingen was sprake van een significante daling van de aandeelhouderswaarde ten opzichte van de niet bindende biedingen. Het ziet er naar uit dat de partijen in hun niet-bindende bod het geschetste scenario in het IM grotendeels hebben overgenomen en bij hun bindende bod zijn uitgegaan van het VDD, waarin aanvullende informatie over de business van Attero naar voren was gekomen, van hun eigen visie op de 'business' en van hun eigen inschattingen van kansen en risico's (poorttarieven, ingezette reorganisatieplannen en investeringen, elektriciteitsprijs en de rekenrente voor de doelvermogens van de voorziening stortplaatsen).

Op 22 november is in de kerngroep de analyse van de tweederondebiedingen aan de hand van het toetsingskader (opgesteld door ING) besproken<sup>19</sup>. Op 23 november is de

---

<sup>18</sup> In de kerngroepbijeenkomst van 13 september 2013 werd niet tot overeenstemming gekomen over welke partijen toegelaten zouden worden tot de tweede ronde. Afgesproken werd dat de AHC enerzijds en de RvB en RvC anderzijds hun visie op papier zouden zetten, als basis voor nader overleg. Deze 'Verklaringen' zijn op 20 september 2013 in de Kerngroep besproken.

beoordeling van de bindende biedingen aan het toetsingskader besproken in de AHC. De financieel adviseur van de AHC merkte daarbij over het aspect 'marktconforme prijs' op dat 'de uitkomst van de prijs teleurstellend is'. Dit werd beaamd door de AHC-leden. Belangrijke redenen hiervoor, zo gaf de adviseur aan, kwamen mede voort uit het VDD onderzoek: er was nog geen zicht op herstel van de afvaltarieven, en de beschikbaarheid van de afvalcentrale in Moerdijk was minder dan gehoopt. Ook het investeringstraject kan een rol hebben gespeeld: daar zijn bedragen naar boven gekomen die waarschijnlijk bekend zijn bij de biedende partijen en er zijn destijds kanttekeningen gemaakt bij de kwetsbaarheid van Attero als gevolg van het aflopen van een belangrijk deel van de contractenportefeuille.

De adviseurs van de AHC gaven in een advies (d.d. 21 november 2013) onder meer aan dat:

- de biedingen onder de richtprijs waren gezakt;
- de biedingen voortvloeiden uit een competitief en transparant proces;
- één bieder ten opzichte van de SPA niet om aanvullende garanties had gevraagd en de risico's van de stortplaatsen aanvaarde;
- gekeken naar het toetsingskader bij geen van de biedingen sprake leek van blokkades.

Op basis van bovenstaande punten adviseerden ABN-AMRO en Pels Rijcken de AHC te besluiten met twee bidders (hoogste biedingen) door te gaan naar de volgende fase, als voor hen het lagere prijsniveau acceptabel was.

Over het prijsniveau, zo blijkt uit het verslag van 23 november 2013, heeft tussen de leden van de AHC discussie plaatsgevonden, waarbij ook de mogelijkheid van het stopzetten van het proces aan de orde kwam. De voorzitter wees daarbij op de inzet van de AHC, namelijk het bedrijf 'schoon aan de haak' overdragen (geen risico's achterlaten bij de verkopende aandeelhouders) en zoveel mogelijk behoud van werkgelegenheid. De adviseurs van de AHC gaven daarop aan dat één bieder in principe alle voorwaarden accepteert en daar een prijs tegenover zet. Toegeven op bepaalde terreinen om die prijs te verhogen, leidt dan mogelijk tot afbreuk van het toetsingskader. Verder wezen ze er onder meer op dat Attero sterk moet inzetten op kostenverlaging om in de markt te kunnen blijven en niet in de rode cijfers te komen, en aanzienlijke investeringen nodig zijn om het bedrijf te continueren. Blijven de aandeelhouders aandeelhouder dan zijn ze niet verplicht om nieuw kapitaal te storten, maar als het slecht gaat is de maatschappelijke druk om bij te storten wel groot. Tot slot verwees de voorzitter naar het feit dat in 2009 al een verkoopproces was stopgezet. Als dit nu weer zou worden gedaan, dan is het 'not done' dat over aantal jaren weer te doen: de aandeelhouders moeten dan nog jarenlang risico's nemen in een moeilijke markt.

---

<sup>19</sup> Van deze bijeenkomst is geen verslag gemaakt.

Uiteindelijk stemden de AHC-leden onder meer in met:

- het voortzetten van het proces (vanuit de gedachte dat in deze fase meer schade zou worden aangericht met stoppen dan met doorgaan);
- het advies van de adviseurs, de RvB en RvC om door te onderhandelen met twee bieders en om één bieder voorlopig in de wachtkamer te zetten.

Eén van de leden van de kerngroep gaf tot slot aan het gevoel te hebben dat het proces goed af te ronden is. De prijsvorming plaatste hij daarbij in de context van de verkoop van Essent; nu zijn er tegenvallende omstandigheden, maar in 2009 is daarentegen de hoofdprijs gekregen voor Essent.

### **5.3 Ronde 3: Finale onderhandelingen**

Het onderhandelingsteam verrichtte de finale onderhandelingen met de twee overgebleven partijen. De adviseurs van Attero en de kerngroep concludeerden op basis van een analyse van de bindende biedingen die beide partijen hadden uitgebracht dat ook in de derde ronde het bod van de financiële partij superieur was aan dat van de andere partij. Deze andere partij liep bovendien achter met de *confirmatory due diligence*, het verwerken van de business update en de SPA onderhandelingen<sup>20</sup>.

Het onderhandelingsteam heeft het bod van de financiële partij exclusief aanbevolen bij de kerngroep. Tabel 8 bevat de hoofdpunten uit het onderhandelingsresultaat.

Op 6 december 2013 heeft over het onderhandelingsresultaat een kerngroep-bijeenkomst plaatsgevonden (hiervan is geen verslag gemaakt). In de brief 'Besluit kerngroep' gericht aan AHC (d.d. 6 december 2013) wordt vermeld: "Gezien de presentatie van het onderhandelingsteam van het resultaat van de onderhandelingen en de toelichting daarop, besluit de kerngroep tot:

- het aanbevelen aan de AHC tot het geven van instemming aan het behaalde onderhandelingsresultaat met bieder 1; en onder voorbehoud van instemming van de AHC:
  - het tekenen van het Signing Protocol met bieder 1;
  - het afwijzen van de bindende biedingen van overige bieders; en
  - het aanbevelen van behaalde onderhandelingsresultaat met bieder 1 aan de aandeelhouders van Attero nadat het adviestraject met de Medezeggenschap van Attero is doorlopen en ondertekening van de Koopovereenkomst daadwerkelijk heeft plaatsgevonden."

---

<sup>20</sup> *Confirmatory due diligence*: het door de potentiële koper nader onderzoeken van de risicogebieden van een deal, resulterend in eventuele garanties en vrijwaringen die in de koopovereenkomst dienen te worden opgenomen.

Tabel 8: Hoofdpunten van het eindbod van de financiële partij

Aspect	Toelichting
Bedrag	De prijs die is overeengekomen, is een marktconforme prijs. De verkoopprijs voor 100% van de aandelen bedraagt € 170 miljoen. De verkoopprijs wordt vermeerderd met rente van 5% per jaar vanaf 1 juli 2013 tot het moment van levering van de aandelen.
Strategie en operaties	Bieder wil Attero als stand alone bedrijf handhaven, heeft op voorhand geen plannen voor kostenmaatregelen en is bereid het sociaal plan na te leven.
Garanties en vrijwaringen	Bieder heeft een minimum aan garanties en vrijwaringen bedongen waardoor er ook sprake is van een geringe en snel aflopende escrow van € 13,5 miljoen.
Aansprakelijkheid	In geval van aansprakelijkheid van verkopend aandeelhouders kan bieder zich alleen verhalen op het bedrag dat in de escrow is gestort.
Voorwaarden doorgang transactie	Behalen aanbiedingsgrens van 80%, goedkeuring ACM, geen wettelijke of gerechtelijke belemmeringen om tot Completion over te gaan.
Overig	De eerste drie jaar kan het bedrijf niet verkocht worden zonder toestemming van de huidige aandeelhouders.

Bron: *Statenvoorstel 19/14 A provincie Noord-Brabant, met bijlagen (1) Aanbevelingsbrief van de AHC, (2) Verantwoordingsnotitie AHC en (3) Aanbevelingsbrief van de RvB en RvC van Attero.*

Op 7 december 2013 is het onderhandelingsresultaat aan de AHC gepresenteerd en is het besluit van de kerngroep voorgelegd met het advies daarmee in te stemmen. Betrokken geïnterviewden hebben aangegeven dat daarbij geen sprake was van een hamerstuk; er heeft een flinke inhoudelijke discussie plaatsgevonden. Belangrijke punten daarbij waren: hoe moeten de twee partijen en hun biedingen tegenover elkaar worden gezet (een strategische tegenover een financiële partij) en is sprake van de ‘beste’ prijs?

Over de uitonderhandelde prijs merkte de voorzitter van het onderhandelingsteam op dat, gezien waar Attero zich bevindt en gezien de risico's van de stortplaatsen, het de maximale prijs is die de aandeelhouders konden verwachten. ‘Het is de beste prijs, die kan worden verkregen en het is een marktconforme prijs.’ De adviseur van ING gaf aan dat er meer interesse was dan gedacht, dat alle partijen zijn gehoord, dat er geen partijen waren uitgesloten en dat het resultaat de uitkomst is van scherpe onderhandelingen. In die zin achtte ING de prijs marktconform en de beste prijs op dat moment.

De AHC-leden van de kerngroep zeiden onder meer dat gezien de ontwikkelingen op de markt en de daarmee gepaard gaande volatiliteit, de adviseurs van beide partijen en de kerngroep het er over eens waren dat het een marktconforme prijs is, die in een competitief proces tot stand is gekomen. Uiteindelijk stemde de AHC, alles afwegende, volledig in met bereikte resultaat. Daarnaast is in het verslag vermeld dat de AHC tevreden was over de marktconforme prijs in de huidige markt.

In het interview hebben betrokkenen van ING gemeld dat de opdracht van ING was om te kijken wat er maximaal uit de markt te halen viel en niet ‘verkoop het voor

de beste prijs'. Verder had ING de opdracht aangenomen op basis van een beperkte maandelijkse retainer, gecombineerd met een niet-prijsafhankelijke *success fee* (uitbetaling bij een daadwerkelijke verkoop). De keuze hiervoor werd naar zeggen van de adviseurs bepaald doordat de AHC een lijst met voorwaarden aan de koper had gesteld die niet vanzelfsprekend zou leiden tot de hoogste verkoopopbrengst.

Op 31 januari 2014 stond onder meer de Fairness Opinion van ABN AMRO (d.d. 15 januari 2014) op de agenda van de AHC. Deze opinie is gebaseerd op analyses van de jaarrekeningen 2010-2012 van Attero, interne documenten zoals het IM en het VDD-rapport, gesprekken met het management van Attero en 'overige relevante publieke data'. Gevraagd was naar een *opinion* over of het op dat moment ontvangen bod vanuit financieel oogpunt fair is. De adviseur concludeerde dat dit het geval was.

Wat de Fairness Opinion betreft, blijkt dat enkele AHC-leden hierin graag hadden teruggezien dat de prijs die betaald wordt voor Attero marktconform is, oftewel de best mogelijke prijs, voortvloeiend uit een competitief proces. Hierop reageerde de (waarnemend) voorzitter met de opmerking dat dit ook is aangegeven in een (aanvullende) verklaring die aan de P4 is toegezonden.

## **6 Timing en tempo**

We hebben geconcludeerd dat keuzes in het te volgen proces van invloed zijn geweest op de timing en het tempo waarbinnen de verkoop heeft plaatsgevonden en als gevolg daarvan op het uiteindelijke resultaat. In dit hoofdstuk geven we de belangrijkste bevindingen ter onderbouwing van deze conclusie weer.

### **6.1 Start onderzoek naar mogelijke verkoop**

Toen op 1 november 2012 bleek dat onvoldoende gemeenten wilden participeren in het inbestedingsmodel, besloot de AHC dit proces te stoppen en over te gaan naar plan B: mogelijke verkoop van Attero aan een derde. Dit ondanks het feit dat externe bureaus gedurende de periode dat de mogelijkheid van het implementeren van het inbestedingsmodel werd onderzocht, kanttekeningen plaatsten bij een eventuele verkoop op dat moment.

Op basis van verslagen van AHC-vergaderingen en interviews met betrokken AHC-leden constateren we dat met name de provinciale aandeelhouders voorstander waren van het starten van een verkoopproces direct volgend op het inbestedingstraject. Attero en zijn adviseurs wilden eerst de tijd krijgen om de bedrijfsvoering op orde te brengen en dan pas een verkoopproces opstarten. Ook de vertegenwoordigers van de Noordelijke en Limburgse gemeenten vonden dat er geen overhaaste beslissingen genomen moesten worden. Voorkomen moest worden in een tunnel te komen waarin alleen verkopen het doel was. De provinciale aandeelhouders vonden echter dat na het mislukken van de poging om het inbestedingsmodel te implementeren, waarmee vanaf eind 2009 ruim twee en een half jaar gemoeid was, verder uitstel niet wenselijk was.

De gedeputeerde van de provincie Noord-Brabant heeft in een interview daar aanvullend over opgemerkt dat met een mager resultaat, bij een bedrijf dat steeds meer ging draaien op buitenlands afval (onder andere uit Engeland), waarbij de nationale (regionale) contracten voor huishoudelijk afval binnenkort zouden aflopen, waar vervolginvesteringen dreigden, en waarbij toen nog niet bekend was dat de rente naar nul zou dalen, kortom: een bedrijf met een groot risico, niet-verkopen op dat moment voor de aandeelhouders geen optie was.

### **6.2 Gekozen verkoopprocedure**

Het bedrijf en de aandeelhouders hebben ervoor gekozen om de verkoop plaats te laten vinden door middel van een gecontroleerde veiling. In een gecontroleerde veiling is timing (van de verschillende rondes) van belang. Om snelheid/momentum in het proces te houden wordt daarom de informatieverzameling vooral in de voorbereidingsfase gepland (dit kost over het algemeen veel tijd). In dit kader is ook gekozen om een Vendor Due Dilligence (VDD) onderzoek te verrichten. Dat wil zeggen dat een onafhankelijke expert namens de verkoper de belangrijkste waardedrijvers en risico's van de onderneming op verschillende terreinen in beeld

brengt. Omdat bij een VDD de verkoper maar één keer met een onderzoek te maken krijgt (kopers hoeven dan namelijk niet ieder zelf een uitgebreid due diligence onderzoek te doen) is er een minder uitgebreide investering van tijd nodig. Omdat een VDD in een vroeg stadium van het verkoopproces plaatsvindt, blijft de transactiesnelheid hoog als er contact wordt gelegd met de potentiële kopers. Tijdens de ronde van de finale onderhandelingen kunnen de potentiële kopers, gebruikmakend van het VDD-rapport, in een korter tijdsbestek gerichter due-diligenceonderzoek doen en gerichter verklarende vragen stellen, waardoor het totale proces sneller kan worden doorlopen. Doordat de potentiële kopers minder due-diligenceonderzoek hoeven uit te voeren, kan tevens sneller een aankoop prijs worden bepaald<sup>21</sup>.

### 6.3 Het werken met een locked box

Omdat het uitgangspunt van de aandeelhouders was ‘een transactie zonder losse eindjes’, oftewel ‘Attero schoon aan de haak verkopen’ heeft ABN AMRO geopteerd voor een locked box transactie (zie kader)

#### *Hoofdkenmerken van een locked box<sup>22</sup>*

- De waarde van de onderneming wordt vastgesteld op basis van de meest recente, betrouwbare cijfers die dan beschikbaar zijn.
- De onderneming wordt met ingang van die datum voor rekening en risico van koper gedreven (met alle winsten en verliezen die daar bij horen). De dag waarop deze economische eigendomsovergang plaatsvindt, wordt aangeduid als de effectieve datum. De effectieve datum ligt per definitie vóór ondertekening van de koopovereenkomst.
- Koper betaalt de gehele koopprijs op de overdrachtsdatum.
- Koper is vanaf de effectieve datum rente verschuldigd over de koopprijs. Dit is het gevolg van het feit dat verkoper vanaf de effectieve datum geen economisch eigenaar meer is, terwijl hij zijn koopprijs pas bij overdracht ontvangt.
- Verkoper verplicht zich in de koopovereenkomst om in de periode tussen de effectieve datum en de overdrachtsdatum geen waarde aan de onderneming te onttrekken door middel van (dividend)uitkeringen of het doen van ongebruikelijke betalingen aan zichzelf of aan gelieerde partijen. Het idee hierbij is dat indien er geen waarde aan de onderneming is onttrokken (leakage), koper bereid moet zijn om fluctuaties in de net debt en het werkkapitaal in de periode tussen de effectieve datum en de overdrachtsdatum te accepteren.
- Partijen komen overeen dat de koopprijs niet onderhevig is aan aanpassingen.

Het Locked- box systeem heeft als voordeel dat de koopprijs duidelijk is bepaald en achteraf niet aangepast kan worden. Partijen kunnen na het sluiten van de koopovereenkomst direct ‘afscheid’ van elkaar nemen. De transactie kan hierdoor snel worden afgehandeld.

<sup>21</sup> Bronnen: [Financieel-management.nl/artikel/naar-een-vendor-due-diligence](http://Financieel-management.nl/artikel/naar-een-vendor-due-diligence); Vendor due diligence Een onmisbaar instrument in een gecontroleerd veilingproces, Deloitte.com; [www.pwc.nl/nl/deals/vendor-assistance-en-vendor-due-diligence.html](http://www.pwc.nl/nl/deals/vendor-assistance-en-vendor-due-diligence.html)

<sup>22</sup> European M&A Study 2012: trends in overnamecontracten.

In de periode dat partijen in de gelegenheid werden gesteld een niet-bindend bod uit te brengen, vond een extra kerngroep bijeenkomst plaats (15 juli 2013). Daarbij vormde het verschuiven van de effectieve datum van het locked box mechanisme het onderwerp van discussie. Door betrokken partijen was in eerste instantie 31 december 2012 als effectieve datum gekozen. Dit zou betekenen dat vanaf die datum de onderneming voor rekening en risico van de koper zou zijn, met alle winsten en verliezen die daarbij horen. In de eerste vijf maanden van 2013 signaleerde ABN AMRO echter ontwikkelingen die een negatieve impact konden hebben op het te verwachten resultaat. Bij het ontbreken van door een accountant gecontroleerde en goedgekeurde cijfers over het eerste halfjaar, zouden volgens ABN AMRO de financiële effecten van deze ontwikkelingen niet duidelijk zijn. Bidders, zo redeneerde ABN AMRO, zouden de daaruit voortvloeiende onzekerheden meenemen in hun bod. Daarom adviseerde ABN AMRO om de effectieve datum van het locked box mechanisme te verschuiven van 31 december 2012 naar 30 juni 2013.

De RvB en RvC van Attero waren in eerste instantie tegen het wijzigen van de effectieve datum. Dit zou een ongeplande audit over de halfjaarcijfers 2013 in de vakantieperiode betekenen, waarmee een enorm beroep op de organisatie zou worden gedaan. Bovendien zagen ze geen noodzaak in het verschuiven van de datum, omdat tot dan toe geen enkele belangstellende partij een signaal had afgegeven bezwaar te hebben tegen de effectieve datum van 31 december 2012. Op aandringen van de aandeelhouders zijn de RvB en RvC uiteindelijk meegegaan in het voorstel van ABN AMRO, onder de voorwaarde dat ze voldoende tijd zouden krijgen om het audittraject op een goede manier te kunnen doorlopen. Dit betekende een onvermijdelijke aanpassing in de planning. Gezien de noodzaak van de audit om de onderneming zorgvuldig te kunnen overdragen aan een nieuwe eigenaar, vonden de aandeelhouders dit echter verantwoord.

Het verschuiven van de effectieve datum van de locked box methode betekende voor Attero echter extra informatieverzamelingswerkzaamheden gedurende de eerste ronde van het verkoopproces. Met als gevolg dat niet aan de originele planning vastgehouden kon worden. Het risico hiervan was verlies van momentum in het verkoopproces met negatieve gevolgen. Desondanks hielden de aandeelhouders vast aan het verschuiven van de effectieve datum (erop gericht in de SPA te komen tot zo weinig mogelijk garanties en vrijwaringen). Daardoor nam de druk op de (toch al ambitieuze) planning toe.

#### **6.4 Verkoopmoment**

In een lijst met beslismomenten (maart 2013) was opgenomen dat de AHC na iedere stap in het verkoopproces zou besluiten (op basis van het toetsingskader en adviezen van de adviseurs) om het proces al dan niet voort te zetten en met welke



partijen. Dit leidde er volgens de adviseurs van de AHC toe<sup>23</sup> dat de aandeelhouders zich, bij tegenvallende biedingen, op twee momenten in het proces zouden kunnen terugtrekken (besluiten het verkoopproces te stoppen); bij het uitbrengen van de niet-bindende en de bindende biedingen.

In de tweede ronde van het proces bleken de bindende biedingen ver onder de richtprijs te liggen die de AHC eerder als uitgangspunt voor de verkoopprijs had vastgesteld. Voor het afwegen of de hoogte van deze biedingen reden voor de aandeelhouders zou kunnen zijn om het verkoopproces te stoppen, heeft ABN AMRO in een advies aan de AHC<sup>24</sup> onder meer op het volgende gewezen:

- onzekerheden in marktontwikkelingen, zoals succesvol importeren van afval, het (terug)winnen van aanbestedingen, prijsontwikkelingen en degelijke, waardoor er geen garantie is dat de aandelen in de toekomst tegen een hogere prijs verkocht kunnen worden;
- het stopzetten van het verkoopproces kan voor betrokkenen tot imagoschade leiden. Dit kan gevolgen hebben voor de positie van functionarissen van de vennootschap. Ook zal het dan niet makkelijk maken zijn om op korte termijn een nieuw verkoopproces te starten;
- bij behoud van de aandelen (1) genieten aandeelhouders dividend waarvan de hoogte afhankelijk is van toekomstige resultaten. Door marktontwikkelingen zijn deze resultaten onzeker. Opbrengsten uit verkoop kunnen daarentegen ook belegd worden en jaarlijks rendement geven; (2) moet er rekening mee worden gehouden dat de huidige zeggenschap niet meer in lijn is met opvattingen over publiek aandeelhouderschap; (3) blijven aandeelhouders de risico's van de stortplaatsen dragen.

Op basis van het advies van ABN AMRO en discussie in de AHC over de risico's van het stopzetten van het verkoopproces op dat moment stemden de AHC-leden ermee in dat het proces werd voortgezet. De overheersende gedachte daarbij was dat er op dat moment meer schade zou worden aangericht met stoppen dan met doorgaan. Ook in de laatste fase van de verkoop, toen er uiteindelijk één bieding overbleef, is er niet (meer) overwogen om de verkoop af te blazen.

Over het eventueel stopzetten van het verkoopproces bij tegenvallende biedingen waren de adviseurs van ING van mening dat als de aandeelhouders dat zouden doen, Attero bekend had komen te staan als onbetrouwbare partij en verkoop vervolgens min of meer onmogelijk zou worden.

De geïnterviewde adviseurs van de AHC gaven aan dat stoppen niet is afgewogen in het onderhandelingsteam en de AHC het onderhandelingsteam daartoe ook geen instructie had gegeven. De AHC had voorafgaand aan de finale onderhandeling nog kunnen overwegen om het proces te stoppen, maar bij de eindonderhandelingen zelf

---

<sup>23</sup> Memo ABN AMRO d.d. 13 juni 2013

<sup>24</sup> Advies ABN AMRO d.d. 21 november 2013

is dat naar hun mening geen issue meer. Dan gaat het erom te komen tot een optimale deal met één van de partijen die een bindend bod hebben gedaan. Over de afgegeven Fariness Opinion hebben de geïnterviewde adviseurs van ABN AMRO vermeld dat deze betrekking had op de verkoopprijs, op dat moment. ABN AMRO is naar eigen zeggen niet gevraagd te adviseren over de vraag of dit het juiste moment was voor een verkoop.

De timing van het verkoopmoment, waarbij de teneur keer op keer was ‘gezien alle risico’s die in de markt en in het bedrijf spelen is een snelle verkoop nu de beste optie’ heeft weinig tot geen ruimte gelaten aan de mogelijke overweging om de verkoop toch uit te stellen, en te kijken hoe de markt zich zou ontwikkelen.

## **7 Verslaglegging en archivering**

Een belangrijke reden voor het inrichten van een procesarchitectuur, is om duidelijkheid te hebben over wie waarop aanspreekbaar is. Een cruciale voorwaarde om daar achteraf inzicht in te hebben, om verantwoording te kunnen afleggen en om de doorlopen stappen en genomen beslissingen te kunnen reconstrueren, is een zorgvuldige verslaglegging en archivering van het proces.

Het Protocol tot Samenwerking bevatte over de archivering echter geen afspraken. En tijdens ons onderzoek bleek dat de provincie het dossier van de kerngroep niet had gearchiveerd. Voor aanlevering van dit dossier moest de provincie een beroep doen op Attero, dat het dossier ook niet (meer) bleek te hebben. Er moest een beroep worden gedaan op het bedrijf dat destijds de dataroom voor het verkoopproces beheerde. Dit bedrijf had gelukkig nog een kopie van de dataroom beschikbaar.

Ook het aanleveren van het dossier van de AHC en (al dan niet vertrouwelijke) GS- en PS-documenten bleek soms problematisch.

Bij het doornemen van het in eerste instantie aangeleverde dossier van de AHC bleek dat dit dossier niet compleet was en dat enkele stukken beveiligd waren met een wachtwoord dat niet (meer) bekend was binnen de provincie. Dit heeft geleid tot diverse verzoeken aan de provincie om aanvullende documenten.

Daar komt bij dat van vertrouwelijke commissievergaderingen in Noord-Brabant geen verslagen worden gemaakt, dat vertrouwelijke mededelingen van Gedeputeerde Staten aan het Presidium en/of Statencommissies niet worden vastgelegd (hooguit in een besluitenlijst, zoals in Limburg), en dat technische vragen van Statenleden in Noord-Brabant niet worden gearchiveerd.

In het Protocol tot Samenwerking is wel opgenomen dat besluiten van de kerngroep worden vastgelegd in een verslag. Van de laatste twee vergaderingen van de kerngroep (op 22 november 2013 en 6 december 2013) is echter geen verslag gemaakt. Dit zijn de vergaderingen waarin tot de keuze van de uiteindelijke koper is gekomen, die op 7 december 2013 aan de aandeelhouderscommissie is voorgelegd.

## 8 De rol van Provinciale Staten

Bij beëindiging of verkoop van een deelneming is op grond van artikel 158 in de Provinciewet de goedkeuring van Provinciale Staten niet verplicht. Wel dienen Gedeputeerde Staten bij besluiten die ingrijpende gevolgen hebben voor de provincie, Provinciale Staten in de gelegenheid te stellen om wensen en bedenkingen te uiten.

De provincie Noord-Brabant heeft in de Nota Deelnemingen opgenomen dat, alvorens definitieve besluiten worden genomen over een beëindiging of verkoop van een (majeure) deelneming, Provinciale Staten in de gelegenheid worden gesteld hun wensen en bedenkingen kenbaar te maken.

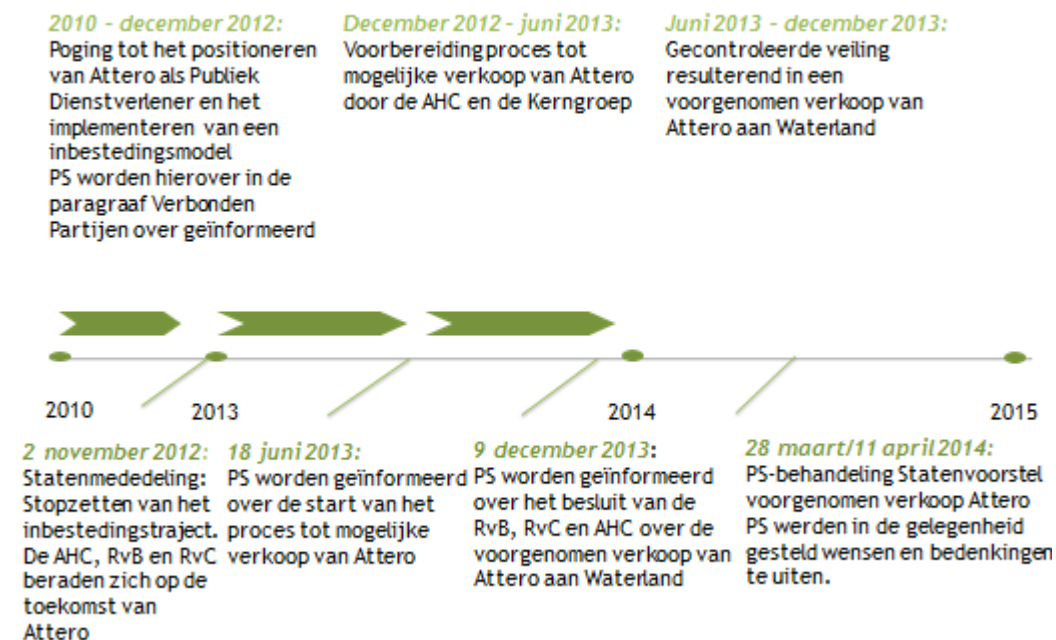
In het onderstaande kader zijn de voor dit onderzoek relevante bepalingen uit de Nota Deelnemingen ten aanzien van PS weergegeven

Relevante bepalingen uit de Nota Deelnemingen
<p>Provinciale Staten worden in de gelegenheid gesteld wensen en bedenkingen kenbaar te maken over voorstellen tot:</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. het aangaan van een nieuwe deelneming of het oprichten van een privaatrechtelijke entiteit (artikel 158 PW, lid 2);</li><li>2. wijziging van een deelneming voor zover hieraan financiële of belangrijke beleidsinhoudelijke gevolgen zijn verbonden;</li><li>3. beëindiging/vervreemding van een deelneming (artikel 167 PW, lid 4);</li></ol> <p>Uitgangspunt: GS betrekken door PS geuite wensen en bedenkingen in hun besluitvorming, tenzij zwaarwegende overwegingen vanuit hun verantwoordelijkheid als aandeelhouder zich hiertegen verzetten. Hierover moeten zij zich tegenover PS verantwoorden.</p> <p>Informatieverstrekking:</p> <ol style="list-style-type: none"><li>a. GS informeren PS in de paragraaf Verbonden Partijen van de jaarrekening en in Bestuursrapportages over de voortgang in de uitvoering van gestelde beleidsdoelen.</li><li>b. GS informeren/consulteren PS dan wel de betreffende Statencommissie bij de volgende ontwikkelingen bij grotere en /of bestuurlijk belangrijke provinciale deelnemingen:<ol style="list-style-type: none"><li>1. bij voorstellen voor een meerjarige strategie van een deelneming.</li><li>2. bij omvangrijke wijzigingen in de structuur van de deelneming.</li><li>3. bij ingrijpende wijzigingen in de statuten.</li><li>4. bij politiek of maatschappelijk belangrijke ontwikkelingen.</li><li>5. bij belangrijke bestuurlijke wijzigingen binnen de deelneming.</li></ol></li><li>c. GS informeren PS als zij daarom verzoeken (artikel 167 PW, lid 4).</li><li>d. GS leggen verantwoording af aan PS over deelnemingen in de paragraaf Verbonden Partijen van de jaarstukken.</li><li>e. Voorstel GS: de betreffende Statencommissie wordt van tijd tot tijd door het bedrijf zelf geïnformeerd over de strategie en/of ontwikkelingen van de deelneming.</li></ol> <p>Met gebruikmaking van de bepalingen rond 'geheimhouding' uit de PW kan gevoelige informatie over deelnemingen tussen GS en PS worden uitgewisseld.</p>

## 8.1 Informatieverstrekking gedurende het verkoopproces

Voor mededelingen aan PS/Gemeenteraden stelde de AHC een format op, dat kon worden toegesneden op de betreffende provincie/gemeente, zodat gelijktijdig en met één mond werd gecommuniceerd. Dit is gebeurd bij het stopzetten van het investeringstraject (2 november 2012), de start van het proces tot mogelijke verkoop van Attero (18 juni 2013), bij het besluit van de RvB, RvC en AHC over de voorgenomen verkoop van Attero aan Waterland (9 december 2013) en bij het Statenvoorstel waarbij PS in de gelegenheid werden gesteld wensen en bedenkingen te uiten tegen de voorgenomen verkoop van Attero door GS (Limburg 28 maart 2014, Noord-Brabant 11 april 2014). Zie figuur 2.

Figuur 2 Tijdbalk informeren Provinciale Staten Limburg en Noord-Brabant



Na het mislukken van de poging tot implementatie van het investingsmodel is het voornemen tot verkoop van Attero niet voor wensen en bedenkingen voorgelegd aan de betrokken Provinciale Staten/Gemeenteraden. De redactie van de AHC daarbij was dat deze in 2009 al hadden ingestemd met de verkoop van Attero (destijds Essent Milieu). Daarom is volstaan met het mededelen van de start van het verkoopproces. Het voornemen tot verkoop aan Waterland is in een Statenvoorstel voor wensen en bedenkingen voorgelegd aan PS. Daarnaast, zo hebben betrokken geïnterviewden aangegeven, zijn in de provincie Noord-Brabant twee informatiesessies gehouden (vertrouwelijk) en heeft de gedeputeerde het presidium regelmatig vertrouwelijk geïnformeerd. Zoals eerder opgemerkt worden vertrouwelijke bijeenkomsten en mededelingen niet vastgelegd. In de provincie Limburg zijn de Statenleden in de gelegenheid gesteld voorafgaande aan de behandeling van het Statenvoorstel in PS schriftelijk en middels een vertrouwelijke conference call (d.d. 24 maart) vragen te stellen.

De geïnterviewde Statenleden hebben aangegeven dat ze het, nadat gemeenten nee hadden gezegd tegen participatie in Attero, logisch vonden dat het bedrijf aan de markt verkocht zou worden. Desondanks hadden ze het wel ‘chic’ gevonden als het besluit tot verkoop wel opnieuw aan PS was voorgelegd en GS zich niet puur hadden gebaseerd op het besluit uit 2009. Als redenen hiervoor gaven ze onder meer het feit dat de verkoop van Essent in Brabant veel gedoe opgeleverd had, er inmiddels Statenverkiezingen plaatsgevonden hadden waardoor veel Statenleden nieuw waren en ten opzichte van 2009 sprake was van een andere tijdsgeest en marktsituatie.

Overigens hebben de betreffende geïnterviewden ook opgemerkt dat naar hun mening Statenleden destijds weinig belangstelling hadden voor de verkoop van Attero. Ter voorbereiding op de Statenvergadering (maart/april 2014) konden PS-leden, naast de aan hen gezonden stukken, ook de geheime stukken inzien bij de griffie. Vrijwel geen enkel PS-lid heeft daar echter gebruik van gemaakt. Ook van het aanbod om in een conference call vragen te stellen aan de adviseurs van de AHC, de RvB, de onderhandelaar en leden van de kerngroep is slechts door de fractie van het CDA in Limburg gebruik gemaakt. PS-leden hebben zich volledig gebaseerd op de informatie die ze van GS ontvingen.

Over Waterland is richting PS door de betrokken gedeputeerden aangegeven dat het een goede partij is (‘nette koper’), die flink wilde investeren in het bedrijf en de afvalbranche en de nazorg voor stortplaatsen (met alle risico’s van dien) voor zijn rekening nam. Bovendien zou keurig worden omgegaan met het personeel. Op basis van deze aspecten hadden PS vertrouwen in de verkoop aan Waterland. Naar zeggen van de geïnterviewde PS-leden speelde de totstandkoming van de verkoopprijs daar een minder belangrijke rol bij. Op basis van de adviezen van externe deskundigen hadden PS-leden er vertrouwen in dat de waarde marktconform was. Opgemerkt is dat het de meeste PS-leden aan kennis ontbreekt om dergelijke processen volledig te kunnen doorgronden.

## **8.2 Wensen en bedenkingen**

Na instemming van de Ondernemingsraad en de Autoriteit Consument en Markt hebben de RvB van Attero en Waterland op 5 februari 2014 de Sale and Purchase Agreement (SPA) ondertekend. Om de verkoop te effectueren moest ten minste 80% van de aandelen binnen 90 dagen, oftewel uiterlijk 5 mei 2014, door de aandeelhouders aan Waterland zijn aangeboden. Hiertoe moest iedere individuele aandeelhouder twee documenten ondertekenen: (i) een verklaring waarmee de aandeelhouder het aanbod van Waterland conform de SPA aanvaarde en daarmee toetrad tot de SPA als verkoper van zijn aandelen (toetredingsakte); (ii) een volmacht waarmee de aandeelhouder volmacht verleende (aan Pels Rijcken) om namens hem de verkoop af te wikkelen. Deze documenten moesten uiterlijk op 29

april aan het secretariaat van de AHC zijn verzonden<sup>25</sup>, samen met een bewijs dat de interne besluitvorming was gevolgd.

Uitgaande van 5 mei, moest in de provincie Noord-Brabant volgens GS besluitvorming door hen (uiterlijk) op 22 april plaatsvinden en behandeling van het Statenvoorstel in PS op 11 april. In de provincie Limburg vond besluitvorming door GS plaats op 23 april, wat betekende dat behandeling van het Statenvoorstel in PS op 28 maart moest plaatsvinden. Er zat dus enige tijdsdruk op het proces. Gedeputeerde Staten van Noord-Brabant hebben Provinciale Staten voorgesteld om geen wensen en bedenkingen kenbaar te maken. In Limburg werd ruimte gelaten om wensen en bedenkingen op te nemen in het Statenvoorstel (zie kader).

<b>Statenvoorstellen voorgenomen verkoop</b>
<p><i>Voorstel aan Provinciale Staten Noord-Brabant</i></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Geen wensen en bedenkingen kenbaar te maken mbt de voorgenomen verkoop van de aandelen Attero.</li><li>2. Het opleggen van geheimhouding op grond van artikel 25, tweede lid, van de Provinciewet ten aanzien van de Offer, Sale and Purchase Agreement ondertekend op 5 februari 2014 (SPA) te bekrachtigen.</li><li>3. Het opleggen van geheimhouding op grond van artikel 25, tweede lid, van de Provinciewet ten aanzien van de Fairness Opinion Letter van ABN AMRO dd. 15 januari 2014 te bekrachtigen. (bron: Statenvoorstel 19/14 A - Voorgenomen verkoop aandelen Attero)</li></ol> <p><i>Voorstel aan Provinciale Staten Limburg</i></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Om naar aanleiding van het door Gedeputeerde Staten voorgenomen besluit om de aandelen van Attero te verkopen, de volgende wensen en bedenkingen ter kennisname van Gedeputeerde Staten van Limburg te brengen: a...,b...,c....</li><li>2. Bekrachtigen van het opleggen van geheimhouding aan Provinciale Staten op grond van artikel 25, tweede en derde lid, van de Provinciewet ten aanzien van de Offer, Sale and Purchase Agreement ondertekend op 5 februari 2014 (SPA).</li><li>3. Bekrachtigen van het opleggen van geheimhouding aan Provinciale Staten op grond van artikel 25, tweede en derde lid, van de Provinciewet ten aanzien van de fairness opinion letter van ABN AMRO d.d. 15 januari 2014. (bron: Statenvoorstel No: G-14-007 - Verkoop aandelen Attero)</li></ol>

### 8.2.1 Behandeling van het Statenvoorstel in de provincie Limburg

De behandeling van het Statenvoorstel over de verkoop van Attero vond in de provincie Limburg plaats op 28 maart 2014. De teneur van de discussie was dat de gemeenten hun kans hadden laten liggen en daarmee verkoop van het bedrijf de enige optie werd. Daarbij werd alom gewezen op het feit dat provincies geen

<sup>25</sup> Met uitzondering van de gemeente Bedum hebben de individuele aandeelhouders hieraan voldaan. De gemeente Bedum heeft uiteindelijk bij de closing de toetredingsacte getekend.

publieke taak hebben als het om het afvalverwerking gaat. Verder benadrukten enkele partijen dat de koper die een marktconforme prijs wilde bieden een financieel sterke partij was die bovendien de (wettelijke) verplichtingen rondom stortplaatsen (nazorg stortplaatsen) wilde nakomen. Over de waarde merkte de gedeputeerde onder meer op dat goed is bekeken hoe er onder de omstandigheden tot de beste prijs kon worden gekomen. Door de manier waarop het proces was vormgegeven, vertrouwden GS erop dat het een marktconforme prijs is. Naar aanleiding van de behandeling van het Statenvoorstel hebben PS onder meer besloten om geen wensen en bedenkingen ter kennisname van GS te brengen en hebben ze het opleggen van geheimhouding op de SPA en de Fairness Opinion van ABN AMRO bekrachtigd.

8.2.2      Behandeling van het Statenvoorstel in de provincie Noord-Brabant  
In de provincie Noord-Brabant vond behandeling van het Statenvoorstel plaats op 11 april 2014. De coalitiepartijen (VVD, CDA en SP) stemden in met verkoop van de aandelen Attero. Belangrijke argumenten daarvoor waren dat afvalverwerking geen taak voor de provincie is en op basis van verklaringen van deskundigen voldoende was geverifieerd dat de overeengekomen prijs reëel is. Desondanks hadden de SP en het CDA wel twijfels over de verkoop. De SP had bedenkingen bij het feit dat de koper een investeringsfonds was; het primaire doel van investeringsfondsen is het behalen van rendement. De SP vroeg zich af hoe Waterland dat dacht te realiseren in een sector die het heel moeilijk had. Het CDA, evenals de PVV, PvdA en GroenLinks maakte zich vooral zorgen over het mogelijk effectueren van het boetebeding door de nieuwe eigenaar, waardoor gemeenten met een naheffing zouden worden geconfronteerd.

De gedeputeerde verwees in zijn reactie onder meer naar de poging om een vorm van inbesteden te realiseren waarbij gemeenten de eigenaar van Attero zouden worden. Toen dat niet lukte, is naar zijn mening via een ordentelijk proces overgegaan tot verkoop van de aandelen. Dat heeft volgens de gedeputeerde opgeleverd dat het bedrijf op dat moment voor een zeer marktconforme prijs is verkocht. Hij merkte op dat de adviseurs dat hebben bevestigd en ABN AMRO in een Fairness Opinion met onderbouwing de waardering van het bedrijf heeft verklaard. Verder wees hij erop dat de tarieven fors naar beneden gaan, Attero schoon aan de haak wordt verkocht (inclusief stortplaatsen), Waterland een kapitaalkrachtige investeringsmaatschappij is met als één van de hoofdtaken duurzaamheid, de werkgelegenheid goed is geregeld en het bedrijf de eerste drie jaar niet verkocht kan worden zonder toestemming van de huidige aandeelhouders. Over de naheffing merkte de gedeputeerde op dat verschillende gemeenten zich onvoldoende van de overeenkomst met Attero aangetrokken hebben in de afgelopen jaren, en hun afval bij andere commerciële bedrijven gebracht hebben omdat dit voor de gemeenten goedkoper was. Tot slot gaf hij aan dat de aandeelhouders unaniem van mening zijn dat het proces professioneel en met inachtneming van de belangen alle partijen is verlopen. 'Later verkopen zou slecht zijn.'



Uiteindelijk is het Statenvoorstel met algemene stemmen aangenomen en hebben Provinciale Staten Noord-Brabant besloten om geen wensen en bedenkingen kenbaar te maken.

## **Bijlage 1      Afkortingen en begrippen**

AHC	Aandeelhouderscommissie
AvA	Algemene vergadering van aandeelhouders
AZN	Afvalverbranding Zuid-Nederland
DCF	Discounted Cash Flow
DD	Due Dilligence
IM	Informatiememorandum
LOR	Letter of Representation
NBD	New Business Development
NDA	Non-disclosure agreement
PLB	Productie- en leveringsbedrijf
RvB	Raad van bestuur
RvC	Raad van commissarissen
SPA	Sale and Purchase Agreement
VDD	Vendor Due Dilligence
VEGAL	Vertegenwoordiging van gemeentelijke aandeelhouders in Limburg
VEGANN	Vertegenwoordiging van gemeentelijke aandeelhouders Noord Nederland
WACC	Weighted Average Cost of Capital

## **Bijlage 2 Geïnterviewde personen en ingehuurd deskundigheid**

In ons onderzoek hebben we gesproken met onderstaande personen.

### *Provinciale Staten*

- Mevrouw C. Brugman-Rustenburg, Statenlid GroenLinks, provincie Limburg, sinds 2011
- De heer N. Heijmans, Statenlid SP, provincie Noord-Brabant, sinds 1995
- Mevrouw M. Lestrade, Statenlid D66, provincie Noord-Brabant, tot 2014
- De heer H.J.H. Mackus, Statenlid CDA, provincie Limburg, tot 2017
- De heer R.J. van Vught, Statenlid CDA, provincie Noord-Brabant, sinds 2009

### *Aandeelhouderscommissie*

- De heer L.W.L. Pauli, gedeputeerde provincie Noord-Brabant, voorzitter aandeelhouderscommissie Attero
- De heer E.J. Koppe, gedeputeerde provincie Limburg, lid aandeelhouderscommissie Attero
- De heer J.W.F. Hoskam, wethouder gemeente Den Bosch, voorzitter van Brabantse gemeenten, aandeelhouderscommissie Attero
- De heer I. Busser, wethouder gemeente Venray, voorzitter VEGAL, lid aandeelhouderscommissie Attero

### *Attero*

- De heer P. Vincent, CEO, lid raad van bestuur Attero
- De heer J.P.B. Huberts, Voorzitter raad van commissarissen Attero
- De heer A.J.M. Luisman, CFO, Lid raad van bestuur Attero

### *Adviseurs in het verkoopproces*

- De heer M.E. Arlman, ABN AMRO, financieel adviseur AHC
- De heer S. van Dijk, Pels Rijcken & Droogleever Fortuijn, juridisch adviseur AHC
- De heer R. van Veldhuizen, ING Corporate Finance M&A NL, adviseur Attero

Daarnaast hebben we, onder andere voor de beoordeling van de technische aspecten van het verkooptraject, onderstaande externe deskundigen geraadpleegd.

- Dr. J.A.M. de Kruijf, universitair docent Financieel management van het openbaar bestuur, Radboud Universiteit
- J.A. den Ouden MBA, senior adviseur bij Dutch Dream Group, docent aan Rotterdam Business School en The Hague University.
- Ing. L. Rings, senior onderzoeker en adviseur Duurzame Economie en Leefomgeving bij KplusV.
- dr. J. (Jan) Vis MBA CMC RV FRICS, senior counsel bij Talanton, adjunct-professor Business Valuation en Value Based Management aan de RSM Erasmus Universiteit (Rotterdam School of Management) en directeur van het Competence Center Business Valuation van de RSM.
- J.M. de Wit RA RV MRICS, partner bij Talanton

### **Bijlage 3      Beleidskader Nota deelnemingen**

De provincie Noord-Brabant heeft in 2010, mede naar aanleiding van het onderzoek van de rekenkamer naar de verkoop van Essent, nieuwe beleidskaders voor deelnemingen opgesteld en vastgelegd in de 'Nota Deelnemingen'. Deze nota vormde het vigerende beleidskader ten tijde van de verkoop van Attero<sup>26</sup>. Voor het beoordelen van het verkoop- en besluitvormingsproces hebben we relevante uitgangspunten van de nota als norm gehanteerd. We geven deze hieronder weer.

#### *Deelnemingenbeleid*

Uitgangspunt verwerven, wijzigen beëindigen deelnemingen:

- Het verwerven, wijzigen of beëindigen van deelnemingen moet zorgvuldig en op grond van een gedegen afwegingsproces te gebeuren. Ook moeten de besluitvormingsprocessen hieromtrent zorgvuldig en adequaat verlopen.

Toetsingskader bij beëindigen/afstoten van een deelneming:

- Het aandeelhouderschap heeft als instrument geen toegevoegde waarde meer voor de borging van het publieke belang<sup>27</sup>.
- Er wordt niet meer voldaan aan voorwaarden van publiek aandeelhouderschap.
- Er moeten voldoende waarborgen zijn dat de continuïteit van de dienstverlening door privaat aandeelhouderschap niet in gevaar komt.
- Privaat aandeelhouderschap moet toegevoegde waarde hebben voor de betreffende onderneming en de duurzame kwaliteit van de activiteiten.
- Het vervreemden van de aandelen mag niet leiden tot het risico dat publieke middelen onnodig verloren gaan. Bijvoorbeeld doordat de marktsituatie ongunstig is voor vervreemding van aandelen of het bedrijf zich in een fase bevindt die voor potentiële gegadigden minder aantrekkelijk is. In dergelijke gevallen moeten opbrengstpotenties en risico's van het nog tijdelijk aanhouden van aandelen worden afgewogen tegenover opbrengstpotenties en risico's van een eventuele vervreemding.

Bij beëindiging van deelnemingen moet de wijze waarop dat plaats gaat vinden, worden vastgelegd. Bij majeure operaties moet een procesarchitectuur worden opgesteld, die met PS wordt besproken. Aandachtspunten procesarchitectuur:

1. afstemming met medeaandeelhouders ten behoeve van eenduidige besluitvorming in de AVA.
2. Kaders/uitgangspunten vervreemding als opdracht van aandeelhouders aan het bestuur, zo mogelijk voorzien van indicatieve planning, toetsingscriteria en ijkpunten.

---

<sup>26</sup> In 2015 is de Nota Deelnemingen, samen met de code Sturing in Samenwerkingsrelaties, geactualiseerd en geïntegreerd in de nota 'Samenwerkingsrelaties en Verbonden Partijen'.

<sup>27</sup> Er is sprake van een publiek belang indien de overheid zich de behartiging van een maatschappelijk belang aantrekt op grond van de overtuiging dat dit belang anders niet goed tot zijn recht komt.

3. duiding van eventuele risico's en onzekerheden.
4. afspraken over voortgangsbewaking door aandeelhouders via de AvA of de aandeelhouderscommissie (AHC).
5. de wijze waarop PS in het proces worden betrokken.
6. de wijze waarop met eventuele vertrouwelijke informatie wordt omgegaan.

#### *Rollen, bevoegdheden en verantwoordelijkheden*

##### Gedeputeerde Staten:

1. zijn bestuurlijk verantwoordelijk voor deelnemingen.
2. stellen het provinciale standpunt vast bij voorstellen op de agenda van de AvA. Bij zwaarwegende onderwerpen vindt zo nodig eerst raadpleging van PS plaats.
3. krijgen de agenda van de AHC voorgelegd als deze dient ter voorbereiding van een AvA.

In overige gevallen is het aan de betrokken portefeuillehouder om te bepalen of de zwaarte van de onderwerpen vooraf bespreking in GS wenselijk/noodzakelijk maakt.

##### Provinciale Staten:

1. zijn verantwoordelijk voor het bepalen wat tot de publieke belangen van de provincie moet worden gerekend. Zij stellen hiervoor kaders vast.
2. worden in de gelegenheid gesteld wensen en bedenkingen<sup>28</sup> kenbaar te maken over voorstellen tot:
  - het aangaan van een nieuwe deelneming of oprichten van een privaatrechtelijke entiteit (artikel 158 PW, lid 2);
  - wijziging van een deelneming voor zover hieraan financiële of belangrijke beleidsinhoudelijke gevolgen zijn verbonden;
  - beëindiging/vervreemding van een deelneming (artikel 167 PW, lid 4).

Uitgangspunt: GS betrekken wensen/bedenkingen in hun besluitvorming, tenzij zwaarwegende overwegingen vanuit hun verantwoordelijkheid als aandeelhouder zich hiertegen verzetten. Hierover moeten zij zich tegenover PS verantwoorden.

#### *Informatieverstrekking:*

1. GS informeren PS in de paragraaf Verbonden Partijen van de jaarrekening en in Bestuursrapportages over voortgang in de uitvoering van gestelde beleidsdoelen.
2. GS informeren/consulteren PS/betreffende Statencommissie bij de volgende ontwikkelingen bij grotere/bestuurlijk belangrijke provinciale deelnemingen:
  - a. voorstellen voor een meerjarige strategie van een deelneming.
  - b. bij omvangrijke wijzigingen in de structuur van de deelneming
  - c. bij ingrijpende wijzigingen in de statuten.
  - d. bij politiek of maatschappelijk belangrijke ontwikkelingen.
  - e. bij belangrijke bestuurlijke wijzigingen binnen de deelneming.
3. GS informeren PS als zij daarom verzoeken (artikel 167 PW, lid 4).

---

<sup>28</sup> Richtinggevende uitspraken en suggesties aan GS die GS kunnen betrekken bij besluitvorming over voorliggende voorstellen. Wensen en bedenkingen zijn geen vraag om instemming van PS.

4. GS leggen verantwoording af aan PS over deelnemingen in de paragraaf Verbonden Partijen van de jaarstukken.
5. Voorstel GS: de betreffende Statencommissie wordt van tijd tot tijd door het bedrijf zelf geïnformeerd over de strategie/ontwikkelingen van de deelneming.

Met gebruikmaking van de bepalingen rond 'geheimhouding' uit de PW kan gevoelige informatie over deelnemingen tussen GS en PS worden uitgewisseld.